

У результаті проведених досліджень нами запропоновано математична модель, що дозволить на відміну від існуючих спланувати моніторинг транспорту газу від газорозподільних пунктів до споживачів за множиною критеріїв з урахуванням обмежень на виділений бюджет по проведенню всіх оцінок і кількість оцінок кожного показника. Це дозволяє підвищити ефективність контролю транспорту газу від ГРС до споживачів.

Вході подальших досліджень буде сформовано структурну модель інформаційної технології автоматизованого синтезу системи моніторингу транспорту газу, що дозволить приймати рішення щодо адаптації газотранспортної системи України в умовах зміни зовнішнього середовища.

Література

1. Грищенко А.З. Автоматизация компрессорных станций магистральных газопроводов / А.З. Грищенко, И.Н. Богаенко, Ю.И. Артёмов и др. – К.: Техника, 1990. – 128 с.
2. Фатхутдинов Р.А. Организация производства / Р.А. Фатхутдинов. – М.: ИНФА, 2002. – 672 с.
3. Головань К.В. Орієнтовані моделі автоматизованого робочого місця диспетчерського управління магістральним трубопровідним комплексом: Автореф. дис. на здоб. наук. ступ. к.т.н. / К.В. Головань. – Вид. Центр «ХАІ». – 2006. – 20 с.
4. Гура Л.О. Газоперекачувальні станції магістральних газопроводів / Л.О. Гура. – Х.: НТУ «ХП», 2006. – 181 с.
5. Нефедов Л.И. Синтез территориально-распределенной системы мониторинга транспорта газа / Л.И. Нефедов, М.В. Шевченко, О.В. Василенко // Технология приборостроения. – 2009. – №1. – С. 28-31.
6. Нефедов Л.И. Проблема синтеза территориально-распределенной системы мониторинга транспорта газа / Л.И. Нефедов, М.В. Шевченко, О.В. Василенко / Матеріали науково-практичної конференції. – Том 2. Херсон: Видавництво Херсонського державного морського інституту. - 2009. - С. 79-81.
7. Петров Э.Г. Территориально распределенные системы обслуживания / Э.Г. Петров, В.П. Пискалова, В.В. Бескорвайный. - К.: «Техніка», 1992. – 208 с.
8. Овезгельдыев А.О. Синтез и идентификация моделей многофакторного оценивания и оптимизации / А.О. Овезгельдыев, Э.Г. Петров, К.Э. Петров. – К.: Наукова думка, 2002. – 164 с.
9. Петров Е.Г. Методи і засоби прийняття рішень у соціально-економічних системах / Е.Г. Петров, М.В. Новожилова, І.В. Гребіннік. - К.: Техніка, 2004. – 256 с.

336.761 (477)

*Кантур С.Ф., к.э.н., доцент,  
Крымский экономический институт  
КНЭУ имени Вадима Гетьмана, г. Симферополь*

**ОСОБЕННОСТИ ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В УКРАИНЕ**

Рынок производных ценных бумаг в Украине имеет существенные отличия от аналогичных рынков в странах с развитой финансовой системой. Отличия эти касаются и количественной, и качественной сторон. С количественной стороны объем рынка производных ценных бумаг в Украине значительно меньше, чем за рубежом. Доля деривативов (опционов) составляет лишь 0,0002% от общего объема выпуска ценных бумаг и значительно уступает соответствующим показателям в США или в России [1, с. 7]. С качественной стороны эти различия еще заметнее. Под одними и теми же названиями фактически фигурируют различные, часто совершенно не похожие друг на друга финансовые инструменты. Это связано как с различной по степени развития, адекватности и совершенства нормативно-правовой базой функционирования деривативов, так и с разными задачами, которые ставят перед собой участники срочного рынка. Развитие срочного рынка в Украине и трансформация украинских производных ценных бумаг в финансовые инструменты, главной целью использования которых является хеджирование финансовых рисков, должно быть основано на ясном понимании особенностей современных производных ценных бумаг и определении направлений по доведению этих инструментов до уровня стран с развитой рыночной экономикой. К сожалению, вопрос об отличии украинских деривативов от деривативов в других странах никогда даже и не ставился. Вместе с тем, его решение важно не только для фондового рынка, но и для обеспечения непрерывности воспроизводственного процесса в стране, снижения неопределенности и риска в экономике и, соответственно, для повышения инвестиционной привлекательности Украины на глобальном рынке.

Производные ценные бумаги (деривативы) исследовались в многочисленных работах зарубежных и отечественных экономистов. В капитальном труде «Инвестиции» У. Шарпа, Г. Александера и Дж. Бейли подробно рассмотрены опционные контракты и торговля опционами [2, с. 635-645, 670-672], описаны модели оценки стоимости опционов и производные финансовые инструменты с чертами опционов [2, с. 646-690]. Авторы также дают характеристику американского рынка фьючерсных контрактов [2, с. 691-740]. З. Боди и Р. Мертон показывают роль производных ценных бумаг в хеджировании риска [3, с. 359-391] и раскрывают особенности ценообразования на рынке срочных контрактов [3, с. 425-508]. Производные ценные бумаги и рынки деривативов подробно освещены Хаббардом Р.Г. [4, с. 244-267]. Среди российских специалистов наибольший интерес вызывают работы А. Буренина [5]. В Украине наиболее существенный вклад в теорию срочных рынков и производных ценных бумаг внесли, на наш взгляд, Примостка Л.А. [6] и Сохацкая Е.Н. [7]. В последнее время число публикаций по проблемам срочного рынка существенно возросло. Вместе с тем, вопрос об особенностях деривативов в Украине и необходимости приближения деривативов к международным стандартам нуждаются в исследовании, и имеет не только теоретический, но и практический смысл.

Цель статьи состоит в исследовании особенностей производных ценных бумаг в Украине, определении основных характеристик отечественных деривативов и разработке предложений и рекомендаций по совершенствованию производных ценных бумаг.

Прежде всего, необходимо определиться с вопросом, что именно является деривативами (производными ценными бумагами) с точки зрения украинского законодательства. В законе Украины «О налогообложении прибыли предприятий» дериватив рассматривается как «стандартный документ, удостоверяющий право и/или обязательство приобрести или продать ценные бумаги, материальные или нематериальные активы, а также денежные средства на определенных им условиях в будущем» [8, с. 72]. Такая же формулировка содержится и в других нормативно-правовых актах Украины [9, с. 1; 10]. В Законах Украины «О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине» и «О ценных бумагах и фондовом рынке» производные ценные бумаги трактуются как «ценные бумаги, 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» [9, с. 211; 10, с. 11].

Наиболее полная характеристика деривативов дана в двух нормативных актах, имеющих похожее название [11, 12]. В указанных документах раскрыты понятия стандартного контракта, дериватива, базового актива, цены исполнения, рассмотрены различные виды деривативов (фьючерсов, варрантов, опционов), описаны условия регистрации и выпуска деривативов и т.д. Остановимся на основных характеристиках и особенностях деривативов в Украине и их отличиях от производных ценных бумаг, используемых за рубежом.

По нашему мнению, дериватив следует рассматривать, прежде всего, как контракт на срок, соглашение между двумя лицами, которое должно (или может) быть исполнено в будущем. Производными ценными бумагами деривативы являются именно потому, что, сами являясь активами, они фиксируют сделку по поводу других активов. Без базисного актива – нет дериватива. Выпуск деривативов всегда вторичен относительно базисного актива, лежащего в их основе.

Важнейшей характеристикой дериватива является так называемый базисный актив, то есть материальный или виртуальный объект, по поводу которого заключается срочный контракт. В мировой практике используются различные базисные активы, от биржевых товаров до экономических или погодных условий. В США наибольшее распространение получили процентные деривативы, их доля в общей стоимости производных бумаг на начало 2009 г. составляет 72,4% [13, с.119]. Всего же можно насчитать не менее восьми различных видов базисных активов производных ценных бумаг [14, с.141-142].

Первой существенной особенностью украинских деривативов является отличие от зарубежных деривативов по базисным активам. В Украине существуют многочисленные ограничения по количеству базисных активов. Наше законодательство разрешает лишь три вида базисных активов: ценные бумаги, товары или денежные средства [8, с. 72-73; 12], 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 [8, с. 72-73; 11], которые также могут быть базисными активами, но только при определенных условиях. «Курсовые индексы (показатели) могут быть базовым активом опционов или фьючерсов только в случае придания этим индексам (показателям) официального статуса в соответствии с нормативными актами Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку и только

на условиях регулярной публикации таких курсовых индексов (показателей) в периодических изданиях Украины в течение года» [11]. В тоже время, индексные деривативы не выделены в отдельную категорию, хотя по степени распространенности в мире – это ведущие деривативы. Еще более жесткими являются ограничения по базисным активам фьючерсов – ими могут быть только товарные ресурсы и денежные средства (валюта) [11]. Ясно, что в силу ограничения по базисным активам количество модификаций применяемых в Украине деривативов значительно меньше, чем за рубежом.

Второй важной особенностью деривативов, разрешенных к выпуску в Украине, является ограничения по эмитентам. Это касается всех видов деривативов. Так, эмитентами опционов могут быть только юридические лица – торговцы ценными бумагами, которые являются членами фондовых бирж или торгово-информационных систем (ТИС), и которые должны соответствовать обязательным нормативам достаточности собственных средств и другим показателям. Существуют также ограничения на выпуск варрантов, они могут быть эмитированы только публичными акционерными обществами. Эмитентом фьючерсов могут быть только созданная фондовой (товарной) биржей или ТИС клиринго-расчетная палата или расчетно-клиринговый банк, зарегистрированный ГЦБФР, с которой эта биржа (ТИС) заключили соответствующий договор [11].

Третьей особенностью деривативов в Украине является наличие ограничений по месту торговли этими ценными бумагами. Известно, что в зарубежных странах деривативы могут быть как исключительно внебиржевым товаром (например, форвардные контракты), или торговаться, как на биржевом, так и на внебиржевом рынках. Несмотря на то, что биржевая торговля деривативами обеспечивает большие гарантии ее участникам, в стоимостном выражении преобладают внебиржевые деривативы. Иначе обстоит дело в Украине. Торговля фьючерсами и опционами может вестись только на биржах или в ТИС, то есть деривативы этих типов являются исключительно биржевыми товарами [11].

Следующая особенность деривативов в Украине состоит в полном отсутствии непокрытых (необеспеченных) деривативов. В мировой практике возможно существование как покрытых деривативов, то есть таких ценных бумаг, на которые у стороны ответственной по контракту имеется в наличии базисный актив, так и непокрытых. Украинское законодательство по известным деривативам прямо запрещает непокрытые (необеспеченные активом) деривативы. Прямого запрета не существует только по форвардам и фьючерсам. Эмитент опциона на покупку ценных бумаг должен быть собственником базисного актива (который по контракту он должен будет поставить) в количестве не менее 80% от общего количества, предусмотренного условиями выпуска. Этот актив должен сберегаться у хранителя ценных бумаг. Эмитент опциона на продажу должен обеспечить гарантии посредством внесения на счет хранителя денежных средств или государственных ценных бумаг. Размер этих средств не должен быть не меньше, чем суммарная стоимость премий плюс 30% стоимости базисного актива. Объем базисного актива эмитента варрантов не должен превышать 50% объема акций данного эмитента [11].

По срокам обращения деривативов в Украине также имеются свои особенности. Речь не идет о том, когда могут быть исполнены срочные контракты, допускаются контракты, исполняемые в конце срока их действия, контракты, исполняемые в течение срока их действия (типа американского опциона) и контракты, исполняемые при определенных условиях (варрант). Случай с варрантом является самым курьезным. Дело в том, что в мировой практике варрантом считается дериватив, выпускаемый в обращение акционерными обществами, и предоставляющий право его покупателю приобрести у эмитента определенное количество акций этого эмитента, если их цена достигнет установленного порога. Варрант является «обусловленным» деривативом, то есть предоставляемые им права могут быть реализованы не в зависимости от времени его действия, а в зависимости от того, достигнет ли изменчивость базисного актива прогнозируемой величины. Но чтобы цена акции существенно изменилась, необходимо, как правило, достаточно продолжительное время. Поэтому, в мировой практике варранты, в отличие от других деривативов, которые чаще всего являются краткосрочными (до одного года) контрактами, представляют собой долгосрочные (10-20 лет), или даже бессрочные контракты [2, с. 681-682]. В Украине варранту «дозволено» действовать всего в течение года, что естественно приводит к тому, что этот финансовый инструмент практически не используется, поскольку за столь короткий период времени существенного изменения цены спот на акции и достижения этой ценой установленного порога фактически не происходит [11].

Представим рассмотренные отличия в украинских и зарубежных деривативах в табл. 1.

Таким образом, деривативы в Украине обладают рядом существенных особенностей.

Основные отличия деривативов, выпускаемых за рубежом,  
от деривативов, выпускаемых в Украине

Отличия	Мировая практика	Украинская практика
Количество и виды применяемых деривативов	Не ограничено	Форвардные и фьючерсные контракты, опционы (отсутствуют права, свопы, деривативы на деривативы, более сложные инструменты, не предусмотрены законодательством Украины)
Количество базисных активов	Не ограничено (не менее 8)	3(4)
Применяемые базисные активы	Биржевые товары, основные и производные ценные бумаги, золото, валюта, платежи, процентные ставки, биржевые индексы, экономические условия, погодные условия, другие виды активов	Товарные ресурсы, денежные средства (валюта), ценные бумаги (при определенных условиях – курсовые индексы)
Эмитенты	Юридические и физические лица	По фьючерсам – созданная биржей или ТИС расчетно-клиринговая палата или расчетно-клиринговый банк; По опционам - торговцы ЦБ, исключительно члены бирж или ТИС; По варрантам – исключительно открытые акционерные общества
Место торговли	Биржевой и внебиржевой рынок	Исключительно биржи или ТИС
Обеспечение (покрытие) дериватива (наличие у одной из сторон контракта соответствующего базисного актива)	Покрытые и непокрытые деривативы	По опционам на покупку покрытие должно составлять не менее 80% общего объема базисного актива; по опционам на продажу – сумма премий плюс 30% стоимости базисного актива; по варрантам – объем базисного актива эмитента не должен превышать 50% объема акций данного эмитента
Сроки обращения	Большинство деривативов являются краткосрочными; право – действует в течение 4 недель, варрант может действовать 10-20 лет, или вообще быть бессрочным	Варрант действует в течение 1 года;

Практически по всем параметрам есть заметные отличия от «классических» деривативов, которые обращаются на зарубежных срочных рынках. Наиболее масштабные отличия имеются по количеству разрешенных базисных активов, покрытию деривативов и по сфере их обращения. Являются ли ограничения, налагаемые на производные ценные бумаги в Украине, фактором препятствующим развитию фондового рынка? На наш взгляд, это, безусловно, так. Об этом свидетельствует не только крайне незначительная доля производных бумаг в общем стоимостном объеме ценных бумаг первичного и вторичного фондовых рынков Украины, но и цели применения деривативов. Необходимо не только развивать теорию вопроса, но и инициировать конкретные изменения в законодательной базе производных ценных бумаг, с тем, чтобы деривативы в Украине из экзотических и малопонятных большинству инвесторов финансовых инструментов превратились в нормальные и привычные ценные бумаги. Следует снять нелепые ограничения по деривативам, ориентируясь не на запретительные меры правительственных органов, а на саморегулирование и повышение роли бирж и ТИС. В этом случае активное использование деривативов как инструментов хеджирования сделает их необходимым элементом украинского фондового рынка.

Перспективы дальнейших исследований состоят в рассмотрении деривативов как инструментов хеджирования риска на фондовом рынке, в анализе причин недостаточного развития срочного рынка в Украине, в характеристике существующих в Украине деривативов и в разработке

конкретных предложений по применению срочных контрактов и развитию нормативной базы этих финансовых инструментов.

Литература

1. Звіт Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 рік. [Електронний ресурс]: Режим доступа: <http://www.ssmc.gov.ua>.
2. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 1024 с.
3. Боди З. Финансы : учеб. пособ. / З. Боди, Р. Мертон. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.
4. Габбард Р. Глен. Гроші, фінансова система та економіка [Підручник] / Габбард Р. Глен. Пер. з англ.; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. – К.: КНЕУ, 2004. – 889 с.
5. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов [Монография] / А.Н. Буренин. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 368 с.
6. Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти [Монографія] / Л.О. Примостка – К.: КНЕУ, 2001. – 263 с.
7. Сохацька О.М. Міжнародні ф'ючерсні ринки: теоретико-методологічні аспекти [Монографія] / О.М. Сохацька. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 454 с.
8. Закон України «О налогообложении прибыли предприятий» от 22.05.1997 г., №283/97/ВР // Бухгалтерия. Сборник систематизированного законодательства. - 2006. - №1. - Выпуск 1.
9. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні від 30.10.1996 № 448/96/ВР / Кузнєцова Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування – К.: Юрінком Інтер, 1998.
10. Закон України «О ценных бумагах и фондовом рынке» от 23.02.2006. - 3480/ВР // Все о бухгалтерском учете. – 2006. – № 41(1195).
11. Правила випуску та обігу фондових деривативів. Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 24.06.97, № 13 // Українська Інвестиційна Газета. - 1997. - № 28 від 31.07.97 р.
12. Правила випуску та обігу валютних деривативів. Затверджено постановою Правління НБУ № 216 від 07.07.97
13. Statistical Annex. Derivatives markets. [Електронний ресурс]: <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.
14. Кантур, С.Ф. Классификация производных ценных бумаг / С.Ф. Кантур // Культура народов Причерноморья. – 2009. – №171. – С. 140-143.

*Рецензент докт. экон. наук, профессор В.В. Чепурко*

330.42:622

*Мусієнко В.Д., к.т.н., доцент,  
Шахно А.Ю., ст. викладач, Заставна К.О., магістрант,  
Криворізький економічний інститут  
КНЕУ імені Вадима Гетьмана, м. Кривий Ріг*

**МЕХАНІЗМ ЗАЛУЧЕННЯ ПОЗИЧКОВОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВАМИ  
ГІРНИЧО-ЗБАГАЧУВАЛЬНОГО КОМПЛЕКСУ УКРАЇНИ  
В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЙНОЇ ЕКОНОМІКИ**

На сучасному етапі розвитку економіки України помітно, що ефективна фінансова діяльність підприємств неможлива без постійного залучення позичкових засобів. Бо саме використання позичкового капіталу дозволяє суттєво розширити обсяг господарської діяльності підприємств, забезпечити більш ефективне використання власного капіталу, формування різноманітних цільових фондів і, як наслідок, – підвищити ринкову вартість підприємств. Суттєвим явищем є те, що хоча основу будь-якого бізнесу становить власний капітал, на підприємствах багатьох галузей економіки обсяг використовуваних позичкових коштів значно перевищує обсяг власного капіталу. Тому досить актуальним і ефективним є аналіз обсягів формування позичкового капіталу та розробка механізму його залучення провідними підприємствами гірничо-збагачувального комплексу України (ВАТ «ПівніГЗК», ВАТ «ПівдГЗК», ВАТ «ЦГЗК», ВАТ «ІнГЗК») протягом 2005-2007 рр. Теоретичні аспекти висвітлення даної проблеми знайшли своє відображення в розробках таких вчених: Бланк І.О., Терещенко О.О., Владичин У.В., Бобров Є.А., Дорошенко Т.В., Перзекс М.Б., Захарін С.В. Позичковий капітал, який використовує підприємство, характеризує в сукупності обсяг його фінансових зобов'язань (загальну суму боргу). Дані зобов'язання поділяються наступним чином:

1) довгостроковий позичковий капітал (всі форми функціонуючого на підприємстві позичкового капіталу з терміном його використання більше одного року): довгострокові кредити