

чину нормативного коефіцієнта ефективності. Хоча існує й інша точка зору щодо того, що нормативний коефіцієнт має бути розрахований для всіх галузей. Проаналізувавши ситуацію в країні та здійснивши аналіз до підходів щодо нормативного коефіцієнта ефективності, можна сказати, що для України необхідно розробити чітку та прозору Методику розрахунку нормативного коефіцієнта ефективності та чіткий розрахунок нормативного коефіцієнта ефективності, який буде враховувати умови економіки саме нашої країни.

Література

1. *Львов Д. С.* Эффективное управление техническим развитием. — М.: Экономика, 1990. — 256 с.

2. *Бень Т.* Методи визначення економічної ефективності інвестицій: порівняльний аналіз // Економіка України. — 2006. — № 6. — С. 41–46.

3. Методичні рекомендації оцінки економічної ефективності інвестицій в енергозберігаючі проекти на підприємствах житлово-комунального господарства // Колегія державного комітету України з питань житлово-комунального господарства (Держжитлокомунгосп). — Наказ № 218 від 14.12.2007.

6. *Анін В. І.* Нормативний коефіцієнт ефективності інвестицій // Научно-технический сборник. — № 59. — С. 170–178.

Статтю подано до редакції 19.01.10 р.

УДК 336.764.2

Г. О. Супрович, аспірантка
кафедри обліку підприємницької діяльності,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

СУТНІСТЬ ДЕРИВАТИВІВ У СИСТЕМІ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

У статті розглянуто підходи до визначення економічної сутності деривативів у системі фінансових інструментів. Проаналізовано існуючі відмінності визначення терміну «дериватив» у вітчизняній нормативно-правовій базі. Різно-

плановість поглядів щодо визначення деривативів затрудняє функціонування фондового ринку і економіки України. Внесено пропозиції щодо трактування та правового врегулювання цього питання.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: дериват, дериватив, похідний фінансовий інструмент, похідний цінний папір.

В статье рассмотрены подходы к определению экономической сущности деривативов в системе финансовых инструментов. Проанализированы существующие отличия определения термина «дериватив» в отечественной нормативно-правовой базе. Разноплановость взглядов на определение деривативов затрудняет функционирование фондового рынка и экономики Украины. Внесены предложения относительно трактовки и правового урегулирования этого вопроса.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: дериват, дериватив, производный финансовый инструмент, производная ценная бумага.

Basic approaches of determination of economic essence of derivatives in the system of financial instruments are considered in the article. The existent differences of determination of «derivativ» in a domestic regulatory framework are analyzed. The functioning of fund market and economy of Ukraine are hampered by different opinions on determination of derivatives. Suggestions for determination and legal regulation of this question are made.

KEY WORDS: derivative, derivative financial instrument, derivative security.

Актуальність. Перехід України до ринкової економіки викликав суттєві зміни у фінансовій системі та пожвавив інтерес до вивчення специфічних економічних понять та процесів, які до цього не мали місця у господарській діяльності вітчизняних підприємств. На даному етапі перехідного процесу актуальним завданням фінансового менеджменту є використання похідних фінансових інструментів (деривативів), що, завдяки стабілізуючій, інформативній та координуючій функції, покращать ситуацію на фондовому та валютному ринках та сприятимуть підтриманню макроекономічної рівноваги у суспільстві в умовах нестійкої економічної кон'юнктури.

У вітчизняній практиці операції з первинними фінансовими інструментами переважно є традиційними видами діяльності. Їм присвячена значна кількість спеціальної літератури та практичних рекомендацій для більшості розроблені методики аналізу.

На відміну від цього похідні фінансові інструменти є новими для української теорії та практики [7, с. 7]. Вивченням економічної сутності деривативів займалися як зарубіжні, так і вітчизняні вчені-економісти О. Береславська, А. Буреніна, Дж. Гоффман, О. Дегтярьова, Н. Калдор, О. Кандінська, Дж. М. Кейнс, Т. Лемішевська, А. Маршалл, С. Науменкова, Л. Примостка, О. Сохацька, А. Фельдман, Дж. Хікс та багато інших. Проте, дослідження нормативно-правових документів та результатів праць провідних науковців надають можливість зробити висновок, що в Україні й досі не розроблено універсального визначення деривативів, яке б могло відповідати як теорії їх існування, так і фінансовому трактуванню для цілей обліку та аудиту. Отже, на сучасному етапі вивчення основних підходів до трактування економічної сутності деривативів у системі фінансових інструментів є актуальним і потребує уточнень.

Доцільність застосування деривативів на вітчизняному фондовому ринку зумовлена двома важливими факторами: деривативи є прибутковими інструментами інвестування, а також надають можливість учасникам ринку обирати необхідний їм рівень захисту від фінансових ризиків. Розуміння необхідності впровадження похідних вже присутнє як серед практиків фінансового ринку, так і на усіх рівнях державної влади. Проте, загальносвітова тенденція підвищення ролі деривативів на фондовому ринку, що характерна для фінансових ринків розвинутих країн, поки не поширилася на Україні. Це пояснюється низкою об'єктивних чинників:

- відсутність цілісної законодавчої бази, яка б однозначно трактувала поняття «деривативи» («похідні») та їх видів і регламентувала правила гри на строковому ринку. Неточності та суперечності у законодавчо-регулятивній сфері країни унеможливають використання похідних фінансових інструментів повноцінно за їх безпосереднім призначенням, негативно впливають на залучення іноземного капіталу на фінансовий ринок, відштовхують потенційних інвесторів;

- обмеженість доступу до інформації про міжнародні строкові ринки. Це у свою чергу зумовлює недостатню поінформованість

менеджменту вітчизняних установ щодо переваг використання деривативів в інвестиційній діяльності та низьку економічну культуру українського суспільства щодо питань строкової торгівлі.

Наведені вище чинники перебувають у тісному взаємозв'язку. Таким чином існування однієї проблеми здебільшого пояснюється наявністю іншої.

Актуальність теми даної статті зумовлена не лише відсутністю накопиченого досвіду роботи вітчизняних підприємств у сфері використання деривативів, але й не достатнім висвітленням даної проблеми в теоретичному аспекті.

Метою статті є висвітлення суперечностей чинного законодавства щодо трактування економічної сутності деривативів у системі фінансових інструментів.

Основними завданнями для досягнення поставленої мети є:

1) провести теоретико-методологічний аналіз підходів щодо трактування сутності деривативів;

2) проаналізувати існуючі відмінності визначення терміну «дериватив» у вітчизняній нормативно-правовій базі та розробити рекомендації щодо їх правового врегулювання.

Основний зміст. Деривативи — це невід'ємна складова ринкових відносин. Здійснення деривативами їх основної функції — бути механізмом хеджування цінних ризиків, є чи не найголовнішим аспектом діяльності кожного інвестора, що бажає максимізувати власні прибутки і одночасно мінімізувати ризики. На сьогоднішній день ще не існує чітко сформованого трактування поняття «деривативи», оскільки у зарубіжній і вітчизняній економічній і юридичній літературі немає єдиного підходу до визначення і природи деривативів.

Дефініція «деривативи» або «дериватив» походить від англійського «derivative» — «похідний», «вторинний», яке у свою чергу походить від латинського «derivare» — «відводити», «проводити».

У сучасному тлумачному словнику Т. Ф. Єфремової «деривативи» визначаються як «вторинні чи похідні цінні папери на фінансовому ринку» [12, с. 98]. Визначення з економічних позицій наведено у фінансово-економічному словнику А. Г. Завгороднього, де деривативи розглядаються як «документи установлені форми, що засвідчують право та (або) зобов'язання придбати чи продати в майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених у них умовах» [11, с. 142].

В економічній енциклопедії ця економічна категорія має назву «дериват» і трактується як «будь-який фінансовий актив, вартість якого формується і визначається залежно від вартості основного активу» [9, с. 164]. Така дефініція суттєво доповнює всі вищенаведені трактування. Адже дійсно, ціна деривативу залежить від ціни базисного активу, що покладено в його основу. За відсутності такого базового інструменту деривативи перестають існувати. До прикладу, якщо припиняється торгівля базовим інструментом, припиняється й обіг похідного. Проте, таке трактування даної економічної категорії не зовсім повне, адже «дериват» за своєю економічною сутністю є договором, який оснований на змінах кон'юнктури фондового курсу валют, цінних паперів, товарів, і дає змогу власникові зафіксувати сприятливу з його точки зору ціну на купівлю чи продаж.

О. М. Мозговий, розглядаючи фондовий ринок як сферу обігу інвестиційних цінних паперів, ототожнює поняття «деривативи» та «похідні цінних паперів» та надає наступне визначення: «Деривативи — це фінансові інструменти, що фіксують проміжні права партнерів у процесі укладення угоди» [10, с. 28]. Базовим інструментом у подібних угодах, на думку автора, можуть бути цінні папери того чи іншого виду (найчастіше акції) або інші матеріальні цінності (активи). До числа таких фінансових інструментів слід віднести форвардні, ф'ючерсні та опціонні угоди. Схоже трактування цієї економічної категорії надає професор В. М. Суторміна. Проте, автор дещо розширила види похідних цінних паперів, зокрема це — форварди, ф'ючерси, опціони, свопи, варанти та ін.

Заслуговує на увагу і трактування, наведене колективом авторів під керівництвом професора А. Б. Кондрашихіна. Так, «деривативи» розглядаються як один із видів похідних цінних паперів, а саме: «Дериватив — стандартний документ, що засвідчує право і (чи) обов'язок купити (продати) цінні папери на обговорених в ньому умовах у майбутньому» [13, с. 62]. Особливість похідного цінного паперу полягає в тому, що він випускається на підставі вже випущених цінних паперів. Тобто, базовим інструментом у такій угоді є лише класичні цінні папери.

Професор Л. О. Примостка у своїй монографії «Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти» доводить, що деривативи є похідними фінансовими інструментами, оскільки їх вартість є похідною від вартості базових інструментів, покладених в основу угоди. Автор трактує поняття «деривативи» наступним чином: «Деривативи — це контракти, що укладаються з метою

перерозподілу фінансових ризиків і передбачають попередню фіксацію всіх умов проведення в майбутньому певної операції (купівлі, продажу, обміну, емісії) з інструментом, який є предметом угоди» [7, с. 7]. Щодо базових інструментів, то в подібних фінансових контрактах ними можуть бути як окремі види первинних фінансових інструментів, так і самі деривативи.

На сьогодні у вітчизняному законодавстві також немає єдиного підходу до трактування сутності «деривативів». Функціонування ринку похідних як такого, що фактично не існує, регламентується занадто великою кількістю неузгоджених між собою документів: законами про оподаткування підприємств, про цінні папери та фондовий ринок, про державне регулювання ринку цінних паперів, «Положенням про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів», «Правилами випуску та обігу фондових деривативів» та іншими нормативними документами. Зокрема в них ця економічна категорія має різні назви: «деривативи», «похідні фінансові інструменти», «похідні цінних паперів» (табл. 1).

Аналізуючи зміст визначень, наведених у чинному законодавстві, слід звернути увагу на те, що такі суперечності трактування деривативів зумовлені відмінністю базових інструментів, покладених в основу угоди. З огляду на зазначені відмінності пропонується застосовувати наступне визначення. Дериватив — це стандартний документ, який засвідчує зобов'язання та/або право продати (з боку продавця) та придбати (з боку покупця) товари, цінні папери, кошти в національній та іноземній валюті, валютні курси, відсоткові ставки, фондові індекси, деривативи та інші матеріальні або нематеріальні активи на визначених умовах у майбутньому. У цьому зв'язку зауважимо, що із загального погляду предметом похідного контракту можуть бути не лише фінансові інструменти, але й біржові товари, відповідно до чого виокремлюють фінансові і товарні деривативи [7, с. 7]. Проте, якщо товар є базовим інструментом такої угоди, то не можна ототожнювати терміни «дериватив» та «похідний фінансовий інструмент». Відповідно до міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (МСБО), до яких намагається адаптувати своє законодавство Україна, товарні деривативи не належать до групи фінансових інструментів. Навіть можливість їх багаторазового перепродажу, а отже й генерування грошових потоків, не перетворює їх на фінансовий інструмент, адже розрахунки шляхом сплати грошових коштів не змінюють їх основного характеру угоди [7, с. 7].

Таблиця 1

ТРАКТУВАННЯ СУТНОСТІ «ПОХІДНИХ» У ВІТЧИЗНЯНОМУ ТА ЗАРУБІЖНОМУ ЗАКОНОДАВСТВІ

Найменування терміна	Нормативний документ	Визначення
ДЕРИВАТИВ	Про оподаткування прибутку підприємств // Закон України № 335/94-ВР від 28.12.94	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. Стандартна (типова) форма деривативів та порядок їх випуску та обігу встановлюються законодавством. До деривативів належать: • форвардний контракт; • ф'ючерсний контракт; • опціон
	Правила випуску та обігу фондів деривативів // Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України від 24.06.1997 р. № 13	стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати цінні папери, кошти (валютні цінності), матеріальні або нематеріальні активи (товари) на визначених ним умовах у майбутньому
ПОХІДНІ ЦІННІ ПАПЕРИ	Про цінні папери та фондовий ринок // Закон України від 18.06.91	стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених ним умовах у майбутньому. Деривативами є: • форвардний контракт; • ф'ючерсний контракт; • опціон
		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;

<p>ПОХІДНІ ЦІННІ ПАПЕРИ</p>	<p>Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні // Закон України від 30.10.96 № 475/96-ВР</p>	<p>цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом терміну, визначеного договором (контрактом), цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів</p>
<p>ПОХІДНИЙ ФІНАНСОВИЙ ІНСТРУМЕНТ</p>	<p>Положення (стандарт) бухгалтерського обліку № 13 «Фінансові інструменти»</p>	<p>фінансовий інструмент: розрахунки за яким</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ провадитимуться у майбутньому; ■ вартість якого змінюється внаслідок змін відсоткової ставки, курсу цінних паперів, валютного курсу, індексу цін, кредитного рейтингу (індексу) або інших змінних, що є базисними; ■ який не потребує початкових інвестицій.; <p>Похідні фінансові інструменти включають ф'ючерсні контракти, форвардні контракти та інші похідні фінансові інструменти</p>
	<p>МСБО 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка»</p>	<p>Фінансовий інструмент:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ вартість якого змінюється у відповідь на зміни встановленої ставки відсотка, цін на цінні папери, цін на споживчі товари, валютних курсів, індексу цін чи ставок, показника кредитного рейтингу чи кредитного індексу або подібних змінних (що їх іноді називають «основними») ■ який не вимагає початкових чистих інвестицій або незначних початкових чистих інвестицій щодо інших типів контрактів, які мають подібну реакцію на зміни ринкових умов; ■ який погашається на майбутню дату

Таким чином, варто відзначити, що між поняттями «дериватив» та «похідний фінансовий інструмент» є різниця. Можна стверджувати, що будь-який похідний фінансовий інструмент є деривативом. Проте, не всякий дериватив являє собою саме фінансовий інструмент, як і не кожен похідний інструмент є інструментом фінансовим, а лише той, в основі якого є фінансові активи: валюта, відсоткова ставка, традиційні цінні папери тощо.

Як зазначалося вище, товарні деривативи не є фінансовими інструментами, оскільки їх основою є не фінансовий, а товарний актив. Водночас деривативи, які лише індексовані відносно ціни товару, але не передбачають можливості його поставки, належать до фінансових інструментів [7, с. 7] (рис. 1).



Рис. 1. Взаємозв'язок похідних фінансових інструментів та деривативів

Згідно з П(С)БО 13 «Фінансові інструменти» та в М(С)БО 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка»: «Похідний інструмент не вимагає від утримувача чи продавця деривативу інвестувати або одержувати умовну суму на початку контракту, але може вимагати фіксованого платежу в результаті деякої майбутньої

події, не пов'язаної з умовною сумою» [8, с. 508]. Слід відмітити, що така початкова інвестиція все ж необхідна. Зрозуміло, що платити заздалегідь за базовий актив не потрібно. Але при відкритті своєї першої позиції на біржових торгах, особа, що буде мати справу з деривативом, повинна внести певну суму у вигляді початкової маржі. Отже, можна вважати, що дана початкова маржа і є якраз тою первинною інвестицією до прибуткової справи цієї особи. Тобто, маржа разом із приростом повернеться у разі, якщо справа виявиться справді прибутковою і навпаки. Найудалішим прикладом таких початкових інвестицій є опціонні контракти. До прикладу, покупець такої строкової угоди повинен відразу ж заплатити продавцю премію за опціон, що, на нашу думку, і є свого роду початковою інвестицією.

Деривативи за своїм економічним змістом є стандартними документами. Проаналізувавши зміст «Положення про вимоги до стандартної (топової) форми деривативів» № 632, затвердженого постановою КМУ від 19.04.99 р., можна зробити висновок, що стандарт у даному випадку становить бланк, сукупність реквізитів, певна форма. Проте, на нашу думку, таким стандартом у деривативах є не паперовий бланк, а стандартна партія базових активів. Така партія має строго визначені параметри: якість, кількість, асортимент та інші, що і роблять цей контракт стандартним та зручним для біржових торгів, як окремий лот.

Суттєві відмінності у трактуванні економічної категорії «деривативи» підкреслюють брак єдиної державної політики в цілому на ринку похідних. Наразі, на розгляді у Верховній Раді України знаходиться ціла низка законопроектів, що спрямовані на вдосконалення системи функціонування фондового ринку. Наприкінці 2008 року уряд вніс до парламенту проект Закону «Про похідні (деривативи)». Метою законопроекту є врегулювання основних принципів взаємовідносин учасників ринку деривативів, а також засади випуску, обігу, державного регулювання та контролю похідних.

Законопроект поділяє похідні (деривативи) на похідні цінні папери та строкові контракти. Похідними цінними паперами визнаються такі, випуск та обіг яких пов'язаний з правом на придбання (продаж) базового активу протягом відповідного строку і на умовах, визначених у проспекті емісії похідних цінних паперів. До таких цінних паперів належать опціонні сертифікати та фондові варанти. Строковий контракт у законопроекті визнача-

ється як договір, що передбачає виконання зобов'язань щодо придбання (продажу) базового активу та/або проведення грошових розрахунків у майбутньому в зазначений строк за ціною і на умовах, визначених під час укладання такого договору. Однак, зазначений законопроект й досі не набув чинності.

Висновок. Неврегульованість понять у нормативно-правовій базі ставить під питання існування вітчизняного фондового ринку взагалі. Адже, від того, як саме трактуватиметься поняття «деривативи» та їх види, залежить їх фінансовий і податковий облік та встановлення економічних та юридичних відносин між учасниками ринку похідних. Зважаючи на це, постає необхідність у створенні єдиної системи критеріїв, які б слугували розмежувальними ознаками при визначенні економічної сутності угоди за деривативом. Адже розвиток ринку похідних (деривативів) має велике значення не лише для зростання фондового ринку, а й для економіки в цілому. Тому, на даному етапі становлення ефективного строкового ринку, як передумови створення ефективної фінансової системи, є важливим завданням вітчизняної економіки.

Література

1. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.96 №475/96-ВР.
2. Про оподаткування прибутку підприємств: Закон України від 28.12.94 № 335/94-ВР.
3. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 18.06.91.
4. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти». — Затв. Наказом Міністерства фінансів України від 30.11.2001 № 559.
5. Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів: Постанова Кабінеті міністрів України від 19.05.99 № 632.
6. Правила випуску та обігу фондових деривативів: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 24.06.97 № 13.
7. *Примостка Л. О.* Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти: Монографія. — К.: КНЕУ, 2001. — 263 с.
8. *Голов С. Ф., Костюченко В. М.* Бухгалтерський облік за міжнародними стандартами: приклади та коментарі. Практичний посібник. — К.: Лібра, 2001. — 840 с.
9. Економічна енциклопедія: У 3 томах. — Том 1. — К.: Видавничий центр «Академія», 2000. — 864 с.

10. *Ефремова Т. Ф.* Новый словарь русского языка. Толково-словообразовательный. — М.: Русский язык, 2000. — 1232 с.

11. *Загородній А. Г., Вознюк Г. Л.* Фінансово-економічний словник. — Львів: Видавництво національного університету «Львівська політехніка», 2005. — 714 с.

12. *Кондрашихин А. Б.* Фондовый рынок (рынок ценных бумаг). — К.: Издательство «ЦУЛ», 2008. — 376 с.

13. Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку: Пер. з англ. / за ред. С. Голова. — К.: Федерація професійних бухгалтерів та аудиторів України, 1998. — 736 с.

14. *Мозговой О. Н.* Фондовый рынок Украины. — К.: УАНПП «Фенікс», 1997. — 276 с.

15. *Суторміна В. М., Савчук Н. В.* Фондовый рынок: Навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. — К.: КНЕУ, 2001. — 72 с.

Статтю подано до редакції 13.02.10 р.

УДК: 336.743-044.325

Н. С. Білань, аспірант
кафедри менеджменту банківської діяльності,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ОЦІНКА РИЗИКУ ВАЛЮТНОГО ПОРТФЕЛЯ БАНКУ НА ОСНОВІ VaR-МЕТОДОЛОГІЇ

Розглянуто та запропоновано новий підхід до вдосконалення VaR-методології оцінки ризику валютного портфеля банку. Запропоновано модель, що передбачає використання експотенціально-зваженої волатильності та підбір оптимального параметра згладжування ряду валютних курсів з метою адаптації VaR-методології до умов українського фінансового ринку.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: валютний ризик, вартість під ризиком, кореляція валютних курсів, валютний портфель, експотенціально-зважена волатильність, VaR-методологія.

Рассматривается и предлагается новый подход к усовершенствованию VaR-методологии оценки риска валютного портфеля банка. Предложенная модель предусматривает