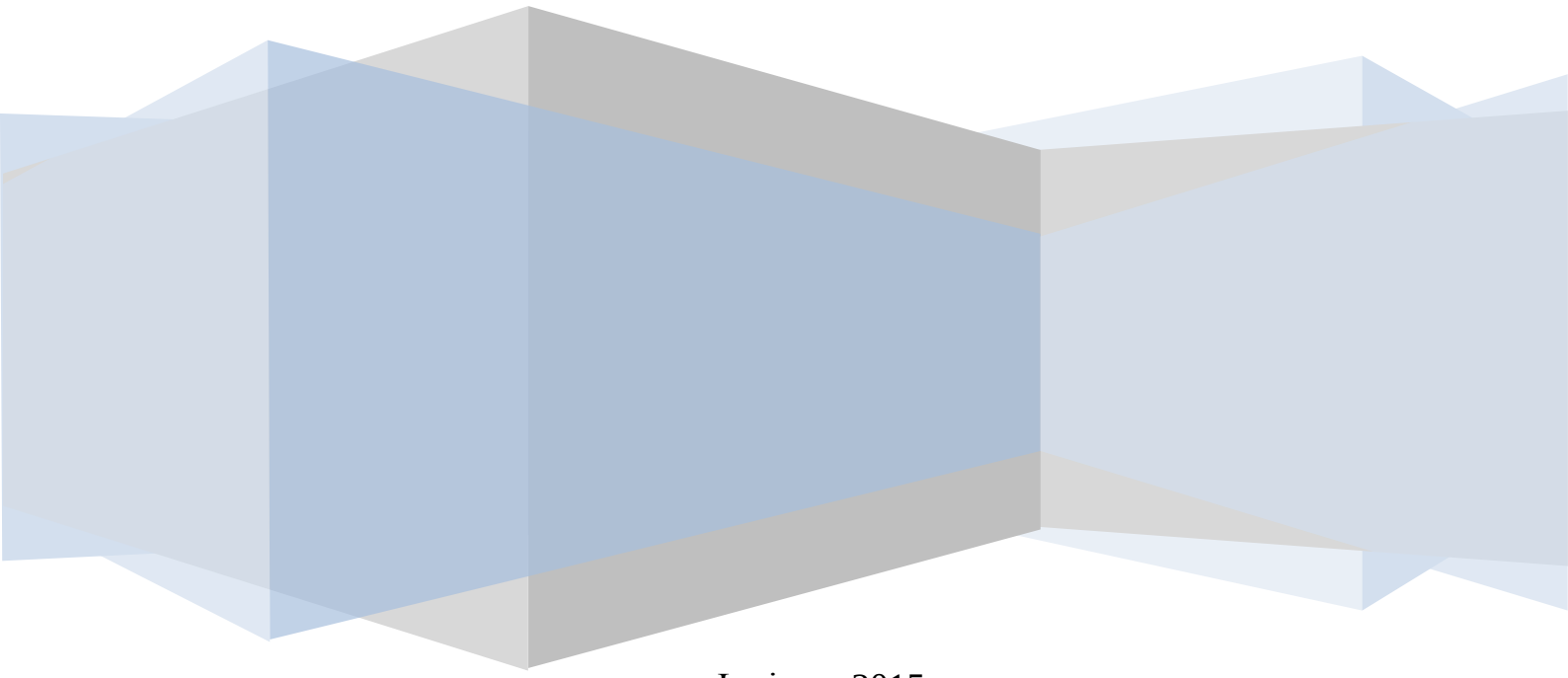
НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ДЕРЖАВНОЇ ПОДАТКОВОЇ СЛУЖБИ УКРАЇНИ

Мацелюх Наталія Петрівна

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Монографія



Ірпінь – 2015

УДК 336.7+339.1
ББК 65.264
М 36
Рекомендовано до друку Вченою радою Національного університету державної податкової служби України (протокол №13 від 28 травня 2015 року)

Рецензенти:
Мозговий О.М., доктор економічних наук, професор, академік Міжнародної славянської академії наук, завідувач кафедри міжнародних фінансів Київського національного університету ім. В.Гетьмана МОН України;
Васильченко З.М., доктор економічних наук, професор, професор кафедри банківської справи Київського національного університету імені Тараса Шевченка МОН України;
Белінська Я.В., доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри міжнародної економіки Національного університету державної податкової служби України.

М 36 Мацелюх Н.П.
Теоретико-методологічні основи ціноутворення на ринку цінних паперів [монографія] / Н.П. Мацелюх.

ISBN 978-617-7252-0-0-8

У монографії представлені результати дослідження теорії і методології ціноутворення на ринку цінних паперів. Виявлено закономірності розвитку ринку цінних паперів, взаємозв'язки його кон'юнктури та кон'юнктури фінансового ринку. Встановлено, які фактори впливають на процеси ціноутворення на ринку цінних паперів та як ринкові трансформації позначаються на динаміці попиту і пропозиції на ринку цінних паперів.

Монографія розрахована на дослідників, які займаються проблемами розвитку ринку цінних паперів, та на практиків, зокрема торговців цінними паперами та аналітиків фінансового ринку.

УДК 336
ББК 65.264
© Мацелюх Н.П., 2015
@АНФ ГРУП, 2015

ЗМІСТ

ВСТУП……..…….……5

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ ТА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ…….....8

1.1. Дуалістична природа фінансового ринку та її роль у формуванні ціни на фінансові інструменти…..……..…..……8

1.2. Теоретична концептуалізація ціноутворення на ринку цінних паперів……..……..35

1.3. Механізм формування цін на фінансові інструменти…….....47

1.4. Необхідність та передумови регулювання ціноутворення на ринку цінних паперів…….....62

РЕЗЮМЕ……..…….….76

РОЗДІЛ 2. ПЕРЕДУМОВИ ТА ЧИННИКИ ФОРМУВАННЯ ЦІН НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ……...……...…….…79

2.1. Методологічні засади ціноутворення на ринку цінних паперів ……..……..…….……79

2.2. Кон’юнктура фінансового ринку та вплив її коливань на цінові дисбаланси ринку цінних паперів……91

2.3. Асиметрія інформації як чинник невизначеності у прийнятті рішень учасниками ринку……..……..……..105

2.4. Основні чинники виникнення транзакційних витрат у процесі ціноутворення…….....113

2.5. Ризики в ціноутворенні на фінансові активи та методи їх вимірювання…….....127

РЕЗЮМЕ……146

РОЗДІЛ 3. МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА БАЗОВІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ …149

3.1. Дворівнева система ціноутворення та фактори недооцінки акцій……..…….....149

3.2. Факторний аналіз кон’юнктурних чинників ринкового середовища……..…….....169

3.3. Роль фінансового посередництва у процесах ціноутворення на ринку цінних паперів…….……179

3.4. Цінові аномалії та їх вплив на функціонування ринку цінних паперів України……..……...…..196

РЕЗЮМЕ……..…230

РОЗДІЛ 4. МЕТОДОЛОГІЧНА КОМПОНЕНТА У ФОРМУВАННІ ЦІН НА ПОХІДНІ ТА СТРУКТУРОВАНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ ……..……..232

4.1. Еволюція ціноутворення на інноваційні фінансові інструменти……..……...…….232
4.2. Основи методології ціноутворення на прості та складні похідні фінансові інструменти ……..……..……244
4.3. Формування пропозиції та методи оцінки вартості структурованих фінансових продуктів……..……..259
РЕЗЮМЕ ……...……..273

ВИСНОВКИ…….……...……...274
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....279
ДОДАТКИ ……...……..309

ВСТУП

Розвиток ринку цінних паперів є однією з ключових проблем вітчизняної економіки, оскільки саме він є тією необхідною ланкою фінансових відносин, здатною забезпечити процеси формування фінансового забезпечення розвитку економіки. У той же час неефективне функціонування ринку цінних паперів, низька якість його регулювання, безконтрольний обіг фінансових інструментів є одними із ключових чинників дестабілізації фінансової системи та розвитку масштабних криз як у фінансовому секторі, так і в економіці в цілому. Сучасні вітчизняні і зарубіжні фахівці активно здійснюють пошук дієвих важелів управління процесами на ринку цінних паперів. У зв'язку з фінансовими кризами, які супроводжують останнім часом економіки країн, фінансові ринки продукують нові фінансові інструменти, за допомогою яких суб'єкти господарювання не тільки отримують доходи, але й страхують ризики. Це є підґрунтям виникнення інноваційних фінансових інструментів, які обертаються на окремому сегменті фінансового ринку – ринку цінних паперів.

Ринок цінних паперів має потужний вплив на всю економіку і є основним механізмом перерозподілу капіталів між різними секторами та суб'єктами господарювання. Інтегруючись у світові фінансові ринки із супутньою системою фінансових інститутів, ринок цінних паперів формує сферу, в якій створюються джерела фінансування економічного зростання, концентруються і розподіляються інвестиційні ресурси.

Незважаючи на багаторічну історію вивчення ринків цінних паперів, особливостей їх функціонування та регулювання, проблеми ціноутворення на ринку цінних паперів залишаються малодослідженими. Відкритою також залишається дискусія навколо диспропорцій у розвитку сучасного вітчизняного ринку цінних паперів та способів їх усунення. Для України проблема диспропорцій розвитку фінансового ринку в цілому та ринку цінних паперів зокрема набуває особливої актуальності, оскільки такі диспропорції негативно позначаються на інвестиційній привабливості економіки, що зменшує шанси залучити не тільки іноземного, але й вітчизняного інвестора.

Неузгодженість, непередбачуваність процесів ціноутворення на ринку цінних паперів ускладнює і без того складний процес обігу цінних паперів, спричиняючи формування цінових аномалій, вносячи диспропорції у розвитку реального та фінансового секторів економіки. З огляду на це, дослідження теоретико-методологічних засад ціноутворення на ринку цінних паперів є актуальним і своєчасним. Проблемні питання, які досліджуються у монографії, систематизовано таким чином.

У першому розділі розкриваються теоретичні засади ціноутворення на ринку цінних паперів. Досліджується сутність фінансового ринку та ринку цінних паперів, розкриваються взаємозв'язки процесів обігу капіталу фінансового ринку та ринку цінних паперів. Також визначені концептуальні

засади ціноутворення на ринку цінних паперів. Окрема увага приділена особливостям функціонування механізму формування цін на фінансові інструменти. Розкрито сутність фінансових інструментів, систематизовано їх класифікацію з метою дослідження процесів ціноутворення. Зважаючи на особливий характер ціноутворення на ринку цінних паперів, у цьому ж розділі обґрунтовано основи регулювання ціноутворення на ринку цінних паперів.

Другий розділ присвячено дослідженню концептуальних передумов формування цін на ринку цінних паперів. Розкрито сутність кон'юнктури фінансового ринку та ринку цінних паперів, впливу їх взаємозв'язку на динаміку продажу фінансових інструментів та формування цін на них. Розглянуто актуальну проблему агентських відносин на ринку цінних паперів, проблеми асиметрії інформації та чинники виникнення трансакційних витрат. Систематизовано класифікацію трансакційних витрат на ринку цінних паперів та визначено канали їх впливу на формування цін фінансових інструментів. Окрему увагу приділено ролі ризиків у ціноутворенні на фінансові активи та методам їх вимірювання.

Третій розділ присвячено методологічним основам ціноутворення на базові фінансові інструменти. Передусім розкрито особливості функціонування дворівневої системи ціноутворення та фактори недооцінки акцій. Вирішення цієї проблеми для України має свою специфіку і могло б створити додаткові переваги у формуванні фінансового забезпечення реального сектору економіки. У цьому ж розділі проведено факторний аналіз кон'юнктурних чинників ринкового середовища, з'ясовано їх вплив на базові фінансові інструменти. Окрему увагу приділено ролі фінансового посередництва на процеси ціноутворення на ринку цінних паперів. Акцентовано увагу на тому, що система фінансового посередництва в Україні є банкоцентричною, що відповідним чином позначається і на процесах ціноутворення на ринку цінних паперів. Визначено сутність цінових аномалій на ринку цінних паперів, причини їх виникнення в Україні та вплив на функціонування ринку цінних паперів.

У четвертому розділі монографії систематизовано напрацювання з проблем методології ціноутворення на похідні та структуровані фінансові інструменти. Передусім досліджено еволюцію ціноутворення на інноваційні фінансові інструменти та визначено основи методології ціноутворення на прості та складні похідні фінансові інструменти. Виявлено особливості формування пропозиції похідних фінансових інструментів в Україні та світі, систематизовано сучасні методи оцінки вартості структурованих фінансових інструментів.

Представлене читачам дослідження має на меті формування передумов для розвитку подальших досліджень у сфері подолання диспропорцій у розвитку вітчизняного ринку цінних паперів. Предмет дослідження є специфічним і новим, тому може і повинен бути предметом дискусій у наукових колах.

Автор монографії висловлює щиру подяку вченим, зокрема В.М.Корнєєву, Ю.М.Коваленко, І.А. Максименку, С.В. Онишко, Л.Л.Тарангул, В.П. Унинець-Ходаківській, які надали цінні консультації у процесі проведення дослідження та сприяли підготовці монографії.

Особливу вдячність автор висловлює науковому консультанту – доктору економічних наук, професору В.М. Опаріну – за конструктивні поради та пропозиції під час підготовки монографії.

Велику вдячність автор висловлює рецензентам: д.е.н, професору Мозговому Олегу Миколайовичу, д.е.н, професору Васильченко Зої Миколаївні, д.е.н., професору Белінській Яніні Василівні, чиї поради дозволили глибше висвітлити сутність та особливості процесів ціноутворення на ринку цінних паперів, а зауваження дозволили значно підвищити практичну та наукову значимість дослідження.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ ТА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1. Дуалістична природа фінансового ринку та її роль у формуванні ціни на фінансові інструменти

У фінансовій системі держави чільне місце займає ринок цінних паперів як важлива сфера фінансових відносин та умовний сегмент фінансового ринку, який сприяє ефективному функціонуванню інших сфер і ланок фінансової системи країни. Фінансовий ринок є винятково складною структурою з великою кількістю учасників-фінансових посередників, споживачів фінансових послуг – юридичні, фізичні особи, держава, які вступають в економічні відносини, оперуючи різноманітними фінансовими інструментами[1]. Основною метою функціонування фінансового ринку є акумулювання та ефективне розміщення тимчасово вільних коштів від суб'єктів, які їх заощадили, до суб'єктів, які відчувають потребу в таких коштах[2].

Діяльність на ринку цінних паперів здійснюється з метою забезпечення гармонізації інтересів учасників цього ринку: індивідуальних, корпоративних, державних, а також інтересів міждержавних та інтернаціональних об’єднань, які реалізують власні інтереси через механізми ціноутворення. Особливості функціонування ринку цінних паперів тісно пов’язані з особливостями фінансового ринку, які можна згрупувати за трьома основними напрямами.

По-перше, на фінансовому ринку представлена велика кількість учасників, як тих, хто має надлишкові фінансові активи, так і тих, хто їх потребує. Інтереси цих учасників, передусім – професіоналів, тобто тих, які мають професійні фінансові знання, часто діаметрально протилежні, антагоністичні і тому державою повинна бути впроваджена відповідна система регулювання. По-друге, найбільш численною категорією інвесторів на фінансовому ринку є населення, яке має надлишкові кошти, хоче надати їх на ринкових умовах у користування, але фаховими фінансовими знаннями не володіє. Без створення надійної системи захисту прав та інтересів цих інвесторів фінансовий ринок взагалі не буде працювати. По-третє, на фінансовому ринку реалізуються державні інтереси з приводу втілення макроекономічної політики, яка забезпечує комплекс економічних і політичних

---

[1] Теорія фінансів : Підручник / [П.І.Юхименко, В.М. Федосов, Л.Л. Лазебник та ін.]; за ред. проф. В.М. Федосова, С.І.Юрія. – К.: Центр учбової літератури, 2010. – С. 34.

[2] Фінанси: Підручник / [С.І. Юрій, В.М. Федосов, Л.М. Алексеєнко та ін.]; за ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова. – К.: Знання, 2008. – С. 63.

пріоритетів і держава повинна бути переконана, що фінансовий ринок з його інструментами буде працювати в контексті цих пріоритетів[1].

Ефективність механізмів ціноутворення на фінансовому ринку визначається, як правило, «… наявністю достатніх фінансових ресурсів у суспільстві, певна частина яких вивільнена з кругообігу і може бути предметом торгівлі. По-друге, дієвість фінансового ринку забезпечується розгалуженістю його інфраструктури та встановленням оптимального на даний момент структурного співвідношення між окремими сегментами цього ринку»[2].

Розвиток фінансового ринку певною мірою відображає гнучкість фінансової системи та швидкість, з якою вона може пристосовуватися до змін в економічному та політичному житті країни, а також до різноманітних процесів, які відбуваються за її межами. Розвинуті фінансові ринки стимулюють і посилюють фінансові потоки в економіці та зменшують суспільні витрати, в тому числі й кожного учасника ринку[3].

Для ефективного функціонування фінансового ринку важливим є те, щоб учасники – суб'єкти ціноутворення на фінансовому ринку – діяли відповідно до норм чинного законодавства і сприяли добросовісній конкуренції. Досконалий фінансовий ринок – це ринок, який може точно й своєчасно відображати попит і пропозицію фінансових ресурсів і з найменшими затратами звести за допомогою посередників одне з одним постачальників і споживачів грошей або капіталу[4]. Одним з головних завдань фінансового ринку є створення сприятливих умов для розвитку реального сектора економіки через забезпечення фінансової системи фінансовими ресурсами. Адже фінанси існують не самі по собі, а заради забезпечення потреб громадян, підприємств, держави.

Отже, фінансовий ринок – це певна система економічних відносин з великою кількістю учасників, що виникає в процесі обміну економічних благ та визначення попиту і пропозиції на певні фінансові товари. У дію фінансовий ринок приводить механізм ціноутворення, в основі якого гроші як актив-посередник. У цьому зв’язку, розуміння грошей на фінансовому ринку зводиться, як правило, до стандарту цінності; засобу платежу; зручності обліку на фінансовому ринку, тобто приведення множинності фінансових відносин до грошових.

Крім цього, є цілком закономірним існування грошового ринку як окремої ланки, яка сприяє товарообміну, і на якому … « здійснюються всі операції з купівлі-продажу, де мають місце гроші, як засіб платежу»[5] та

---

[1] *Лондар С.Л.* Фінанси: навч. посібник / С.Л. Лондар, О. В. Терещенко. – Вінниця: Нова Книга, 2009. – С. 76.

[2] *Опарин В.М.* Финансовая система Украины (теоретико-методологические аспекты) : монография / В.М. Опарін – К.: КНЕУ, 2005. – С. 145.

[3] Призначенні і структура фінансового ринку. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://library.if.ua/book/35/2410.html. – Назва з титул. екрану

[4] Призначенні і структура фінансового ринку. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://library.if.ua/book/35/2410.html. – Назва з титул. екрану

[5] Головне призначення грошового ринку полягає у забезпеченні збалансованості грошової маси з вартісною оцінкою товарів і послуг, а точніше у забезпечені оптимальної структури грошової маси.

продаються кредитні чи валютні гроші. Поєднання фінансового ринку з перерозподілом грошових ресурсів зустрічається досить часто в економічних і наукових джерелах. Так, в економічних словниках знаходимо тлумачення фінансового ринку, як «…ринку, на якому відбувається перерозподіл тимчасово вільних грошових ресурсів через фінансових посередників на основі використання фінансових інструментів і надання фінансових послуг, що об'єднані у формі фінансових продуктів, які є товаром на фінансовому ринку»[1]; « …сфери грошових відносин, що виникають у процесі купівлі-продажу фінансових активів як зобов'язань економічних суб'єктів один перед одним щодо сплати боргів і доходів»[2]; « … соціально-економічні умови формування пропозиції фінансово-грошових ресурсів, а також умови їх реалізації, використання і відтворення»[3]; «…форма організації грошових засобів…. Об'єктивною передумовою функціонування є незбіг потреби у фінансових ресурсах з наявністю джерел задоволення цієї потреби у того чи іншого суб'єкта»[4]. Б.С. Івасів також характеризує грошовий ринок як сукупність грошових ресурсів країни, що постійно переміщуються під впливом попиту і пропозиції з боку різних суб'єктів економіки[5]. Ідентичні міркування висловлюють і Е.Дж. Долан, К.Д. Кемпбелл, Р.Дж. Кемпбелл[6].

Існують також думки щодо ототожнення фінансового ринку і ринку грошей. Так, Ф.С. Мишкін наголошує, що грошовий ринок – це фінансовий ринок, на якому купуються і продаються короткострокові боргові інструменти (строк погашення яких менший, ніж один рік)[7]. Якщо можна погодитися з думкою вчених, що на фінансовому ринку дійсно відбувається рух тимчасово вільних грошових коштів у процесі купівлі-продажу фінансових ресурсів під дією попиту і пропозиції, то ототожнювати фінансовий ринок з грошовим, на нашу думку, не варто у зв'язку з такими міркуваннями:

- по-перше, тлумачення фінансового ринку як грошового може сприйматися у вузькому розумінні, і тоді фінансовий ринок буде включати в себе лише економічні відносини з приводу обігу короткострокових фінансових активів;

- по-друге, об'єктивною основою функціонування фінансового ринку є кругообіг і обіг капіталу з фіксацією його грошової форми.

---

[1] *Миркин Я.М.* Англо-русский толковый словарь по финансовым рынкам: свыше 13 000 терминов / Я.М. Миркин. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – С. 314.

[2] Енциклопедія банківської справи України / Нац. банк України, Ін-т незалежних експертів ; редкол.: В.С. Стельмах, В. Б. Альошин, А. М. Мороз [та ін.] ; [голов. наук. консультант А. М. Мороз]. – К.: Молодь : Ін Юре, 2001. – С. 537.

[3] *Еш С.М.* Ринок фінансових послуг: конспект лекцій для студентів спеціальності «Фінанси» денної та заочної форм навчання / С.М. Еш. – К.: НУХТ, 2008. – С. 3.

[4] *Конопліцький В.А.* Економічний словник. Тлумачно-термінологічний / В.А. Конопліцький, Г.І. Філін. – К.: КНТ, 2007. – С. 322.

[5] Гроші та кредит: підручник / За ред. проф. Івасіва Б.С. – К.: КНЕУ, 2007. – С. 10.

[6] *Долан Є.Дж.* Деньги , банковское дело и денежно-кредитная политика. Є.Дж. Долан, К.Д.Кемпбелл, Р.Дж. Кемпбелл ; под общ. ред В.Лукашевича. – пер. с англ. – М.: Туран, 1996. – С. 16.

[7] *Мишкін Ф.С.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: монографія/ Ф.С. Мишкін. – К. : Основи, 1999. – С.97.

З огляду на ці особливості, слід розмежувати сутність грошей на фінансовому ринку, задіяних у різних формах, адже на фінансовому ринку існує розходження природи предметів торгівлі (товарів) і засобів платежу.

На ринку реальних активів, який обслуговує процес задоволення матеріальних потреб у суспільстві, товарами є предмети споживання, засоби виробництва і послуги, що забезпечують відтворення як безпосередньо людини, так і процесу виробництва матеріальних благ. Засобом платежу в процесі обміну виступають гроші, або товари (послуги) в їх грошовому еквіваленті (бартер є вимушеною дією при нестачі платіжних засобів в обігу). Таким чином, з боку виробника товару здійснюється відома «формула» обміну «товар-гроші». З боку споживача товару вона має вигляд «гроші-товар». При цьому ринок реальних активів характеризується широким спектром товарів і послуг і, по суті, єдиним засобом платежу – грошима.

На фінансовому ринку (на відміну від товарного) існує єдиний товар – реальні гроші в готівковій та безготівковій формі, що належить їх кінцевому «власнику» – фізичним або юридичним особам. Гроші, на фінансовому ринку як засіб платежу і загальний еквівалент, за своєю соціально-економічною природою цілком можна розглядати як своєрідний мандат (свідоцтво) суспільства у фізичній або юридичній особі на право придбання ним деякої обмеженої кількості потрібних йому товарів і послуг, створених у суспільстві. По суті, на багатогалузевому фінансовому ринку, що охоплює різноманітні види посередницької діяльності (банківську, страхову, спільного інвестування, взаємного кредитування та ін.), відбувається купівля-продаж «сьогоднішніх» реальних грошей в обмін на зобов'язання повернення їх власнику більшої суми «майбутніх» грошей – в обумовленому розмірі до певного терміну або при настанні (звершенні) певної події.

У силу зазначених особливостей гроші, як особливий товар, радикально відрізняються від засобів виробництва, предметів споживання і уречевлених послуг головною властивістю – здатністю «самозростати», перетворюючись на капітал (вартість, що приносить додану вартість).

Фінансовий ринок пов’язують, як правило, з функціонуванням та рухом фінансових активів, і це є цілком закономірно, оскільки будь-який ринок – це система економічних відносин, пов’язаних з рухом товарів, і якщо фінансовий актив вважати за товар фінансового ринку, то така думка має право на існування. У підручнику «Фінанси» за ред. С. Юрія та В. Федосова, виданому у 2008 році, знаходимо: « За своєю економічною сутністю фінансовий ринок – сукупність економічних відносин, які виникають між його учасниками при формуванні попиту і пропозиції на специфічні фінансові послуги, пов’язані з купівлею-продажем фінансових активів, які знаходяться у власності економічних суб’єктів національної, регіональної та світової економіки»[1]. Тобто за позицією авторів, якщо вважати фінансовий актив, як фінансовий найпростіший товар, який існує у складі складного фінансового продукту, де

[1] Фінанси: Підручник / [С.І. Юрій, В.М. Федосов, Л.М. Алексеєнко та ін.]; за ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова. – К.: Знання, 2008. – С.392.

складовою є фінансові послуги, то це природно, проте, з нашої точки зору, суперечливим є те, що фінансовий ринок формує попит та пропозицію лише на фінансові послуги. Пізніше, у 2010 році той самий колектив авторів у другому виданні підручника, доповнює визначення фінансового ринку в іншому економічному значенні: «…фінансовий ринок – це ринок, на якому визначаються попит і пропозиція на різноманітні фінансові ресурси». Таким чином, власне, авторам притаманно змінювати свою думку протягом двох років відносно продукту, який обмінюється(торгується) на фінансовому ринку з фінансового активу на фінансовий ресурс. С.І. Юрій у першій редакції вживає термін «фінансовий актив», пізніше – «фінансовий ресурс».

Ідентичних підходів щодо визначення товару на фінансовому ринку у вигляді фінансового активу дотримується і В.М. Шелудько, яка розглядає фінансовий ринок як систему економічних і правових відносин, пов'язаних з купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів[1]. Така думка присутня також у В.Д. Базилевича, який визначає фінансовий ринок як сукупність суспільно-економічних відносин, що виникають із приводу купівлі і продажу фінансових активів. При цьому додає, що « …із допомогою фінансових активів здійснюється передача фінансових ресурсів від тих, хто має їх надлишок, тобто від інвесторів, до тих, хто відчуває їх дефіцит, тобто до емітентів фінансових активів[2]. *У цьому випадку розуміється, що фінансові ресурси є товаром, а фінансові активи ідентифікуються як укладений контракт, документ, який засвідчує права на такі ресурси.*

Відповідно до П(С)БО 13 «Фінансові інструменти» до фінансових активів включають грошові кошти, не обмежені для використання, та їх еквіваленти; дебіторську заборгованість, не призначену для перепродажу; фінансові інвестиції, що утримуються до погашення; фінансові активи, призначені для перепродажу; інші фінансові активи[3]. Цей підхід відповідаємо викладеному у МСФЗ 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка»[4]. Саме операції з фінансовими активами виступають для багатьох учасників фінансового ринку джерелом формування фінансових ресурсів. Однак крім фінансових активів товаром на фінансову ринку виступають і фінансові зобов'язання, які поряд з фінансовими активами також можуть бути джерелом формування фінансових ресурсів для одних учасників та способом отримання прибутку – для інших.

З позицій торгівлі формами фінансових ресурсів тлумачить фінансовий ринок В.М. Опарін: «…фінансовий ринок за своїм обсягом, складом і структурою повинен забезпечити різноманітні види торгівлі всіма формами

---

[1] *Шелудько В.М.* Фінансовий ринок: навч.посіб. / В.М. Шелудько. – 2-е вид., виправ. і допов. – К.: Знання-Прес, 2003. –С.11

[2] *Базилевич В.Д.* Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах / В.Д.Базилевич // Фінанси України. – 2009. –№12. – С.6

[3] *П(С)БО 13 «Фінансові інструменти»*. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1050-01

[4] *МСФЗ 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка».* – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://dipifr.info/lib_files/standards/rus2012/ias39.pdf

фінансових ресурсів» [1] і додає, що «… фінансовий ринок є сферою, через яку здійснюється переміщення ресурсів від одного суб'єкта до іншого на засадах купівлі-продажу прав на їх використання на постійній (акціонерний капітал) або тимчасовій (позиковий капітал) основі[2]. У визначенні В.М. Опаріна заслуговує на увагу думка, що на фінансовому ринку відбувається переміщення фінансових ресурсів, а об'єктом торгівлі є не стільки фінансові ресурси, скільки права на їх використання. На нашу думку, правдивим є також твердження, що на фінансовому ринку об'єктами купівлі-продажу є: «фінансові ресурси, які являють собою сукупність коштів, що перебувають у розпорядженні держави та суб'єктів підприємництва і є джерелом їх розвитку»[3]. Такі ресурси передаються у користування учасникам фінансового ринку за допомогою фінансових інструментів, які можуть використовуватись на певному фінансовому ринку.

О.І. Бланк тлумачить фінансовий ринок у найбільш загальному вигляді як ринок, на якому об'єктом купівлі-продажу виступають різноманітні фінансові інструменти і фінансові послуги[4]. Ця точка зору екстраполює погляди вчень про ринок споживчих товарів і послуг на фінансовий ринок, звідси випливає, що товаром на фінансовому ринку є фінансовий інструмент і фінансова послуга, специфічність яких обумовлює специфіку формування ціни на них.

У вітчизняному законодавстві визначення сутності «фінансового ринку» відсутнє і таке сполучення майже не застосовується, натомість поширеним є використання терміну «ринок фінансових послуг». У ст. 1 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг»[5] вживається поняття «ринки фінансових послуг», яке визначається як «сфера діяльності учасників ринків фінансових послуг з метою надання та споживання певних фінансових послуг», а сама фінансова послуга визначається як «операції з фінансовими активами, що здійснюються в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів».

Ринки фінансових послуг визначаються як сфера діяльності їх учасників із метою надання та споживання певних видів фінансових послуг (банківських, страхових, інвестиційних, операцій з цінними паперами та інших), що забезпечують обіг фінансових активів[6]. Тобто фінансові послуги допомагають фінансовим активам бути реалізованими. Якщо мова йде про продукт, який «виготовляється» на ринку, то він, з огляду на зазначений вище підхід, може

---

[1] *Опарин В.М.* Финансовая система Украины (теоретико-методологические аспекты) : монография / В.М. Опарін. – К.: КНЕУ, 2005. – С. 150.

[2] Там само.

[3] *Квасницька Р.С.* Фінансовий ринок : сутність та об'єкти купівлі продажу / Р.С. Квасницька // Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу. – 2011. – № 3(15). – С. 141–144.

[4] *Бланк И.А.* Финансовый менеджмент: учеб. курс / И. А. Бланк. – Киев : Эльга : Ника-центр, 2002. – С. 57.

[5] Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг / Закон України № 2664-III від 12 липня 2001 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2664-14.

[6] Там само.

бути також структурований і складатися з фінансового активу та фінансової послуги. І цілком закономірно те, що ринок фінансових послуг як окремий сегмент фінансового ринку доцільно досліджувати в контексті ціноутворення.

Тому з деяким застереженням можна констатувати, що ринки фінансових послуг та фінансових активів у сукупності складають фінансовий ринок. Фінансові послуги, які визначаються як предмет торгівлі на фінансовому ринку, мають теж неоднозначне тлумачення з точки зору цін на фінансові продукти. Проте фінансові послуги, звичайно, об'єднують інтереси учасників ринку через взаємне користування фінансовими ресурсами, коли різні фінансові інструменти змінюють власників або надаються в борг. Операції з фінансовими ресурсами, що реалізуються як фінансові послуги, задовольняють інтереси безпосередніх користувачів послугами, а на вимогу останніх – й інших осіб, з метою збереження вартості фінансових ресурсів при їх розміщенні чи отриманні прибутку.

Відношення до фінансового інструмента як товару зустрічається у наукових працях С.І. Юрія[1], де зазначено, що фінансовий ринок є винятково складною структурою з великою кількістю учасників-фінансових посередників, споживачів фінансових послуг – це юридичні, фізичні особи, держава, які вступають в економічні відносини, оперуючи різноманітними фінансовими інструментами.

Вітчизняні дослідники О.Д. Данілов, В.П. Ходаківська, М.В. Грідчіна, В.Б. Захожай, Л.Л. Осіпчук дають таке визначення фінансовим інструментам: фінансові інструменти – фінансові документи, що обертаються на ринку, мають грошову вартість і за допомогою яких здійснюються операції на фінансовому ринку[2,3], що не заперечує поняття фінансовий контракт. Проте, у наукових дискусіях існує і таке трактування: фінансові інструменти – це певною мірою права на ресурси, які повинні відповідати таким вимогам: вільний обіг (здатність купуватися та продаватися на ринку, виступати як самостійний платіжний інструмент, що полегшує обіг інших товарів); доступність (можливість бути об'єктом усіх видів угод (позики, дарування, зберігання тощо); стандартність (випуск однорідними серіями, класами тощо); документальність (повинні містити передбачені законодавством реквізити, відсутність будь-якого з них вказує на їх недійсність); регулювання і визнання державою (мають регулюватися та бути визнані державою як передумова довіри до них); ліквідність (здатність бути швидко реалізованими без істотних втрат для держателя); ризик (можливість втрат, що пов'язані з інвестиціями у фінансові інструменти)[4]. Такі тлумачення, на нашу думку, схожі з думкою

---

[1] Теорія фінансів : Підручник / [П.І.Юхименко, В.М.Федосов, Л.Л.Лазебник та ін.] За ред. проф. В.М.Федосова, С.І.Юрія. – К.: Центр учбової літератури, 2010. – С. 573.

[2] Фінанси (теоретичні основи): підручник / М.В. Грідчіна, В.Б. Захожай, Л.Л. Осіпчук та ін.; під керівом і за наук. ред. М. В. Грідчіної, В. Б. Захожая. – 2-ге вид., випр. і допов. – К.: МАУП, 2004. – С. 232.

[3] *Ходаківська В.П.* Ринок фінансових послуг : навч. посіб. / В. П. Ходаківська, О.Д. Данілов. – Ірпінь : Академія ДПС України, 2001. – С. 149.

[4] *Данькевич А.П.* Фінансові інструменти: особливості визначення, класифікації та обігу / А.П. Данькевич // Наукові праці НДФІ. – 2009. – № 1(46). – С. 64–74.

В.М.Опаріна і більшою мірою характеризують правову основу походження фінансових інструментів та можуть формувати основні їх властивості.

Для уточнення і узагальнення процесів ціноутворення на ринку цінних паперів потребують подальшої деталізації фінансові інструменти, які є предметами торгівлі. У цьому контексті необхідно також звернутися до норм МСФЗ 39 «Фінансові інструменти, їх визнання та оцінка» та МСФЗ 32 «Фінансові інструменти, представлення інформації»[1], оскільки відображення фінансових інструментів у звітності, фінансовий стан їх емітентів також позначається на процесах формування цін на конкретні види фінансових інструментів.

Відповідно до МСФЗ 39 та 32 фінансові інструменти класифікуються таким чином (рис. 1.1).

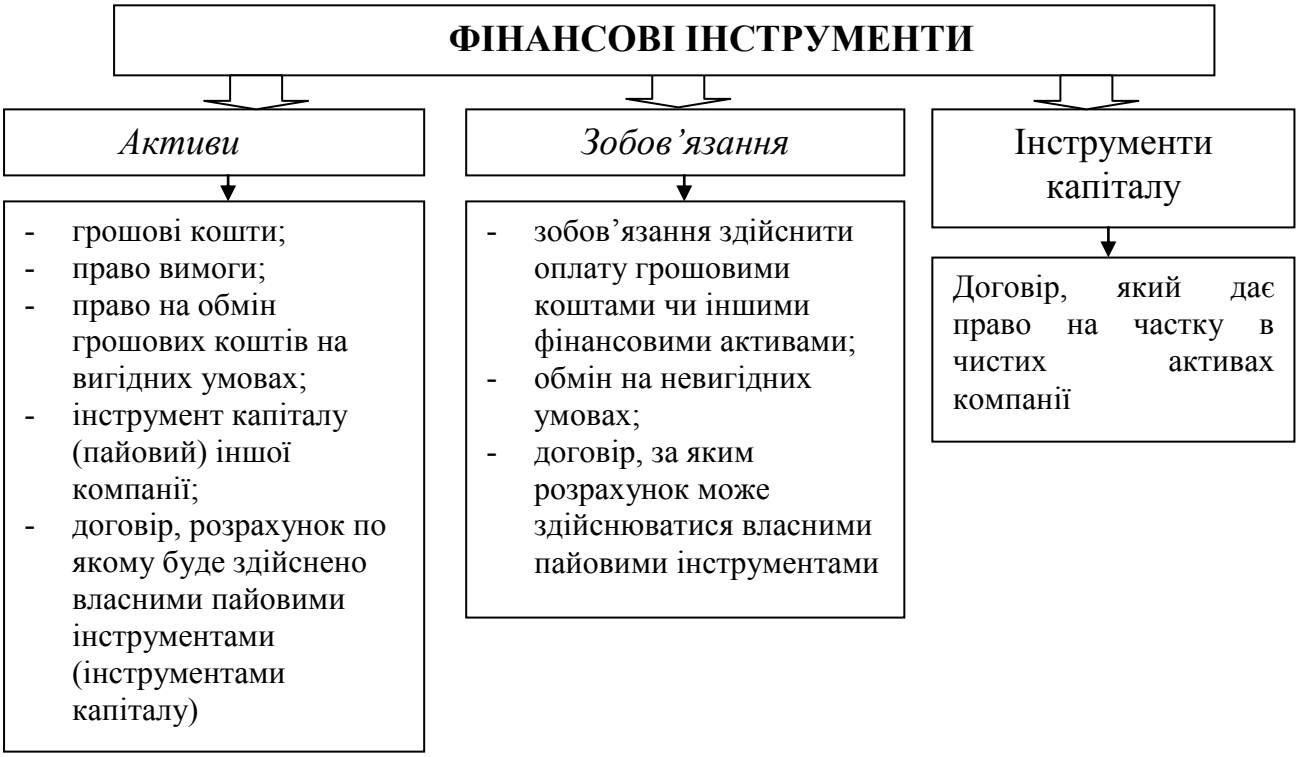


Рис. 1.1. Базова класифікація фінансових інструментів

Джерело: побудовано автором на основі МСФЗ 32 та 39

У контексті дослідження ціноутворення варто врахувати, що фінансові інструменти переважно обертаються на ринку в якості цінних паперів, які поділяються на пайові (відображають право на частину капіталу) та боргові (засвідчують відносини позики). В Україні пайові інструменти представлені акціями та інвестиційними сертифікатами, а боргові облігаціями та векселями власної емісії. З точки зору виникнення фінансових інструментів та впливу особливостей їх функціонування на формування ціни фінансові інструменти класифікують таким чином (рис. 1.2).

[1] МСФЗ 32 «Фінансові інструменти, представлення інформації». – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://dipifr.info/lib_files/standards/rus2012/ias32.pdf

Рис. 1.2. Класифікація фінансових інструментів з точки зору їх виникнення

Джерело: побудовано автором на основі МСФЗ 32 та 39

У країнах ЄС не вживається термін "похідні", там використовується термін "строкові фінансові інструменти". До таких інструментів так само відносяться форвардні контракти (forward), ф'ючерсні (future) біржові та опціонні (option) біржові, позабіржові контракти та свопи (swap).

У 90-х роках XX ст. фінансові інструменти стали об'єктами біржової торгівлі. Причому настільки широко почали застосовуватися, що для їх обігу були створені спеціалізовані біржі. Крім того, на існуючих товарних біржах з великим успіхом застосовуються контракти на довгострокові облігації, процентні ставки, валюту. До таких бірж відноситься Чиказька опціонна біржа, Лондонська біржа фінансових ф'ючерсів, Європейська біржа деривативів EUREX тощо.

Нині похідні фінансові інструменти широко поширені у країнах з розвинутою економікою. Проте їх використання в Україні практикується не в повну силу, насамперед, з огляду на відсутність законодавчої бази. Значним кроком вперед слід вважати реєстрацію свого часу у Верховній Раді України попереднього скликання Законопроекту № 8576 «Про похідні (деривативи)», підготовленого народним депутатом України, Головою підкомітету парламентського комітету з питань фінансів та банківської діяльності та спеціалістами ДКЦПФР (Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку), а також учасниками вітчизняного фондового ринку (біржею «ПФТС» та

«Українською біржею»)[1,2,3]. Його також було внесено до Національного плану реалізації Програми економічних реформ на 2010-2014 роки. Прийняття нового Закону значно розширило б можливості для впровадження нових фінансових інструментів. Проте ці ініціативи Верховною радою України були не реалізовані. Нормативно-правова база, що регулює відносини суб'єктів господарювання, які взаємодіють на українській фондовій біржі, зокрема для захисту інтересів інвестора, є вкрай недосконалою. В рейтингу Doing Business-2013 у категорії «захист інвесторів» Україна знаходиться на 117 місці[4].

З огляду на викладене вище, фінансові інструменти, які сьогодні широко використовують у зарубіжній практиці і які потенційно можуть використовуватися на вітчизняному ринку, можна деталізувати таким чином:

1. Основні фінансові інструменти (пайові цінні папери (акції та сертифікати інвестиційних фондів) та боргові зобов'язання (облігації, казначейські зобов'язання, комерційні папери, векселі, депозитні сертифікати)).
2. Похідні фінансові інструменти (фінансові деривативи) – форварди, ф'ючерси, свопи, опціони).
3. Гібридні фінансові інструменти (конгломерати простих інструментів, наприклад, гібрид процентних та валютних інструментів).
4. Синтетичні фінансові інструменти (опціон на ф'ючерсний контракт, двовалютна облігація, синтетична акція тощо).
5. Комбіновані фінансові інструменти – ті, які містять одночасно ознаки пайового та боргового інструменту (привілейовані акції з правом вимоги викупу, конвертовані облігації).

На початку 2000-х років дуже популярними серед інвесторів були гібридні продукти, виплати за якими залежали від спреду між різними не властивими один одному активами: процентною ставкою і фондовим індексом, товаром і кошиком валютних курсів, і т.д. Частка таких інструментів, пропонованих банками, підтримується на стабільному рівні 5-10%. Частина продуктів, що припадають на товари та валютні курси також стабільна і становить по 3% у кожній категорії. Продукти, прив'язані до кредитної якості, займають дуже маленьку нішу, лише в останні кілька років їх частка наблизилася до рівня в 1%[5].

---

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

[2] Про похідні (деривативи) / проект Закону України № 8576 від 30 травня 2011 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/ed_2011_05_30/JF6M800A.html

[3] Програма економічних реформ в Україні на 2010 – 2014 роки. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.pravda.com.ua/articles/2010/06/2/5102337/ – Назва з титул. екрану.

[4] Мировые объемы IPO упали до минимума 2008 года. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://ubr.ua/finances/stock-market/mirovye-obemy-ipo-upali-do-minimuma-2008-goda-201924 - Название титул. экрана.

[5] *Омельченко В.В.* Оценка стоимости розничных структурированных финансовых продуктов : дис. ... к-та экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Миркин Яков Моисеевич Владимир Владимирович Омельченко ; Государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Государственный университет Высшая школа экономики». – М., 2010. – С. 37.

Гібридні структури – продукти з правом дострокового погашення. Вони дозволяють емітенту в заздалегідь визначені дати достроково погасити випущені ним ноти (переважно із захистом капіталу). Причому при достроковому погашенні емітент пропонує ставку за продуктом, яка значно перевищує ринкові процентні ставки. Дана структура включає в себе опціон на базовий актив і свопціон на процентну ставку. Серед емітентів продуктів найбільшу частку ринку в Європі займають: Commerzbank, Deutsche Bank, BNP Paribas, Drezdnerbank, UBS, Citibank, Goldman Sachs.

Одним із ключових аспектів у питаннях ціноутворення є визнання різних видів фінансових інструментів як єдиного фінансового продукту, який може потрапляти в сферу обігу. Для спрощення сприйняття фінансових продуктів на фінансовому ринку та все більшій популяризації та використанню фінансовими організаціями нових продуктів, які задовольняють зростаючі потреби інвесторів, пов’язані з ризиками і високою дохідністю, слід визнати дві групи фінансових продуктів: прості і структуровані фінансові продукти.

Проте для потреб подальших наших досліджень, зважаючи на специфіку формування цін окремих груп фінансових інструментів ринку цінних паперів, вважаємо за необхідне класифікувати їх таким чином (рис. 1.3).

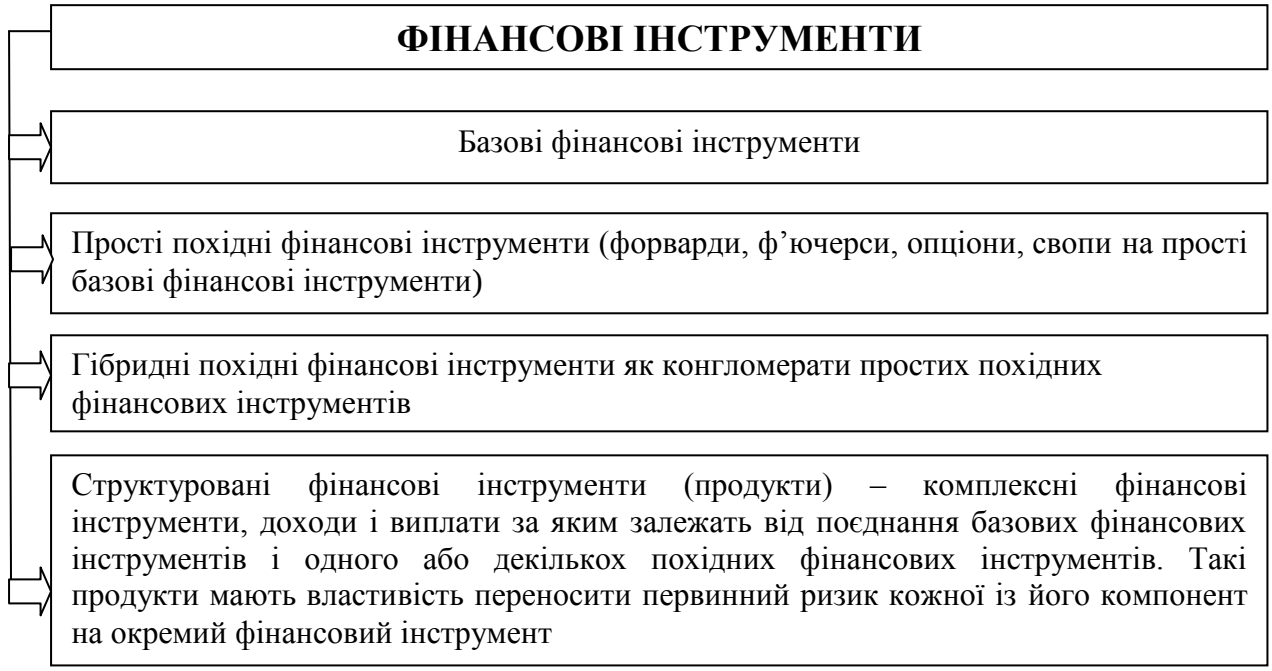


Рис. 1.3. Класифікація фінансових інструментів для цілей дослідження ціноутворення

Джерело: складено автором

Завдяки гнучкості похідних інструментів можна сформувати практично будь-який продукт із заданими параметрами ризику і прибутковості: починаючи від консервативного повного захисту первісного капіталу, закінчуючи продуктом з частковою схильністю інвестованих коштів до ринкового ризику.

Через складність продуктів і молодість цих фінансових інструментів сегмент ринку структурованих продуктів досліджений недостатньо повно, не

повною мірою вирішені і теоретичні питання визначення сутності структурованих фінансових продуктів, потребує доповнень понятійний апарат.

Аналіз наукової літератури показує, що сутність структурованих фінансових продуктів тлумачиться по-різному. Так, за визначенням Р. Кнопа (R.Knop) структурований фінансовий продукт – це комплексний фінансовий інструмент, доходи і виплати за яким залежать від поєднання більш простих активів і фінансових інструментів і який, як правило, складається із депозиту в різних формах (облігація, займ і т.д.) і одного або декількох похідних фінансових інструментів. Такі продукти створені і мають властивість переносити первинний ризик кожної із його компонент на окремий фінансовий інструмент. Завданням продукту є створення доданої вартості, яка відповідає всім зобов'язанням складових продукту, для задоволення специфічних потреб і очікувань прибутковості і ризиків. Продукт функціонує за умови, якщо ми можемо створити багаторазове використання капіталу при низьких значеннях ризику[1].

Концепція структурованого продукту, як зазначено в книзі S. Das[2], полягає в «цінному папері, який поєднує в собі риси боргового інструменту і ознаки угоди з деривативами». Він стверджує, що структурований продукт відноситься до особливого класу боргових інструментів, і основна привабливість таких продуктів полягає в їх здатності створювати високу залученість капіталу в динаміку базового активу спільно із заздалегідь встановленими параметрами ризику та прибутковості. Uwe Wystup у своїй книзі FX Options and Structured Products не дає чіткого визначення структурованим продуктам. Всі складні інструменти, які можуть бути розкладені на більш прості він відносить до розряду структурованих[3]. До них він відносить і крос-валютні свопи, і екзотичні опціони, і форварда з діапазоном, і ноти, прив'язані до кошика валют або процентній ставці.

Визначення структурованих продуктів дає П. Стоіменов. Він стверджує, що до них відносяться інструменти, які «пропонують інвесторам унікальні форми виплат, що залежать від динаміки базового активу». Ці продукти повинні бути «... випущені банком і поєднувати в собі щонайменше два фінансових інструменти, принаймні один з яких повинен бути похідним.» [4].

1. Продукт має заздалегідь встановлені гарантії або умови повернення початкового капіталу;

2. Продукт прив'язаний до базового активу (ам) – біржового (позабіржовому)індикатору / кошику індикаторів;

---

[1] *Knop R.* Structured Products : A Complete Toolkit to Face Changing Financial Markets / R. Knop. – New York: John Wiley & Sons, 2002. – P. 2.

[2] *Das S.* Structured products and hybrid securities / S. Das. – New York: John Wiley & Sons, 2001. – p. 1

[3] Wystup U. FX Options and structured products / U. Wystup. – New York: John Wiley & Sons Ltd, 2006. – P. 5.

[4] *Stoimenov P.* "Are structured products failry priced? An analysis of the German market for equity – linked instruments" / P. Stoimenov, S. Wilkens // Journal of Banking & Finance. – 2005. – Vol. 21(12). – P. 2971–2993.

3. Інструмент має комплексний характер, тобто складається з декількох більш складних активів – зазвичай це борговий інструмент та деривативи;

4. Інвестування в продукт аналогічно інвестування всієї суми в базовий актив, і коефіцієнт участі зазвичай складає не менше 0,5. Тобто інструмент являє яку-небудь часткову залученість коштів або фінансовий важіль;

5. Характер виплат визначається деривативною транзакцією, операція з деривативом трансформована в форму окремо випущеного продукту;

6. Незалежно від характеру і властивості базового активу та структури продукту, кредитний ризик повністю перенесено на емітента;

7. Інструменти випускаються інвестиційними банками, мають переважно інвестиційний характер і розраховані в основному на немасових інвесторів. Форма випуску інструменту визначається банком, виходячи з переваг інвесторів і власних можливостей;

8. Структуровані продукти створюються насамперед для фінансування емітентів, і тільки потім – для задоволення потреб інвесторів.

Підсумкова стадія створення продукту полягає в підтримці ліквідності на вторинному ринку. У даному контексті під вторинним ринком мається на увазі купівля і продаж емітентом випущених нот після розміщення і до погашення. Оцінка надається дилером, який визначає ціну, за якою він зможе купити продукт. У якості дилера зазвичай виступає емітент, інвестиційний банк або афілійовані ним особи.

Основа ціноутворення полягає в розкладанні інструменту на складові частини і оцінці підсумкового продукту, виходячи з вартостей кожної з них за умови відсутності арбітражу. Ліквідність структурних нот набагато нижче суміжних цінних паперів. Дилер часом є єдиною особою, здатного купити/продати папір на відкритому ринку.

Безумовно, він може користуватися своїм становищем, що виставляються їм індикативні котирування можуть відрізнятися на 1-10% від теоретичної ціни продукту. Деякі емітенти заздалегідь прописують у своїх проспектах емісії спред, на який індикативні котирування будуть відрізнятися від теоретичної ціни. Повертаючись до створюваного продукту, його ціну можна порахувати, продисконтувавши боргову складову і додавши до неї вартість опціону, за формулою Блека-Шоулза.

Для забезпечення ліквідності необхідно пройти процедуру лістингу на біржі. Значний аналіз ціноутворення структурованих продуктів був здійснений Rodrigo Javier Hernandez, опублікований у роботі "An Economic Analysis of Structured Products [1].

З огляду на структуровану природу походження фінансових продуктів та зважаючи на комбіновані форми торгівлі на фінансовому ринку, які реалізуються через фінансові послуги на фінансовому ринку, визначимо сфери торгівлі, задіяні в процесі ціноутворення (рис. 1.4).

---

[1] *Hernandez R.J.* An Economic analysis of Structured products. A dissertation submitted in partial fulfillment o the requirements for the degree of Doctor of Philosophy / R.J. Hernandez. – Arkansas: University of Arkansas, 2007. – P. 24.

Рис. 1.4. Схема створення структурованих фінансових продуктів з урахуванням сфер торгівлі

Джерело: побудовано автором

Сфера торгівлі основними фінансовими інструментами є обов'язковою складовою фінансового ринку. Що стосується сфери торгівлі деривативами, то тут є свої особливості. Оскільки основою деривативів можуть бути різні активи – матеріальні ресурси, валюта чи цінні папери, то ринок деривативів може претендувати лише на окремий сегмент торгівлі на фінансовому ринку (торгівлю фінансовими деривативами), а не входити до нього.

Комбінована форма торгівлі реалізується через фінансові послуги, це є умовою існування і функціонування ринків цінних паперів, яка спрямована на створення роздрібного структурованого фінансового продукту, проте це не означає, що весь ринок фінансових послуг входить до складу ринку цінних паперів. Що стосується фінансових послуг, частина яких реалізується на фінансовому ринку, то згідно із Законом України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг», фінансова послуга – це операції з фінансовими активами, що здійснюються в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів[1]. У звичайному розумінні фінансова послуга – це діяльність, пов'язана із залученням і використанням грошових засобів юридичних і фізичних осіб.

На фінансовому ринку, на нашу думку, застосування дефініції «фінансова послуга» слід пов'язувати з операціями з фінансовими інструментами, які виконуються за дорученням і з метою задоволення потреб клієнта. Фінансові послуги об'єднують інтереси учасників ринку через взаємне користування фінансовими інструментами, коли різні фінансові активи змінюють власників

[1] Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг / Закон України № 2664-III від 12 липня 2001 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2664-14

або надаються в борг. Операції з фінансовими активами, що впроваджуються як фінансові послуги, задовольняють інтереси безпосередніх користувачів послугами, а на вимогу останніх – й інших осіб, з метою збереження вартості активів при їх розміщенні чи отриманні прибутку[1].

Аналіз наведених вище визначень фінансового ринку дозволяє виокремити спільні і відмінні риси у тлумаченні та розумінні предметів торгівлі, засобів платежу та відносин, які виникають у процесі ціноутворення на фінансовому ринку. На нашу думку, погляд на ринок цінних паперів у складі фінансового ринку як сферу торгівлі особливими фінансовими товарами (послугами) та правами на них є усталеним серед представників наукових шкіл. Суттєвим недоліком лише є розбіжність у визначенні предмета торгівлі.

Отже, щоб уніфікувати понятійний апарат щодо визначення самого предмета торгівлі на ринку, а потім і закономірностей встановлення ціни на нього, необхідно усвідомлювати, що в організаційно-економічному сенсі ціноутворення, на фінансовому ринку зустрічаються донор (власник заощаджень, у якого існує перевищення його поточного доходу над поточним споживанням), тобто кінцевий кредитор і реципієнт (суб'єкт, у якого існує потреба у реальних (наявних або безготівкових) грошових коштах), тобто кінцевий позичальник. Відносини кінцевого кредитора і кінцевого позичальника опосередковують численні суб'єкти інфраструктури фінансового ринку за допомогою безлічі форм контрактів, властивих його роду діяльності (фінансових інструментів або «фінансових активів»), дозволених чинним законодавством країни.

По суті, на багатогалузевому фінансовому ринку, що охоплює різноманітні види посередницької діяльності (банківську, страхову, спільного інвестування, взаємного кредитування та ін.), відбувається купівля-продаж «сьогоднішніх» реальних грошей в обмін на зобов'язання повернення їх власнику більшої суми «майбутніх» грошей – в обумовленому розмірі до певного терміну або при настанні певної події. В силу зазначених особливостей гроші, як особливий товар, радикально відрізняються від засобів виробництва, предметів споживання і уречевлених послуг головною властивістю – здатністю «самозростати», перетворюючись на капітал (вартість, що приносить додану вартість).

Вивчаючи вплив фінансового ринку на розвиток економічної системи, вчені наголошують на такій його вирішальній функції, як перерозподіл капіталу в економічній системі[2]. Тому логічно припустити, що ціноутворення на ринку цінних паперів як нова галузь знань, у своїй теоретичній складовій повинна врахувати специфіку фінансового ринку, на якому єдиним товаром виступають реальні (готівкові або безготівкові) грошові кошти, а в якості своєрідних засобів платежу через посередництво фінансових інструментів. При цьому

---

[1] *Корнєв В.В.* Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках : монографія / В.В. Корнєв. – К.: НДФІ, 2003. – С. 23-24.

[2] *Мошенський С.З.* Значення фінансового ринку в економічному розвитку держави та у забезпеченні її інвестиційної безпеки / С.З. Мошенський // Вісник ЖДТУ №2 (44). Економічні науки. – 2008. – С. 339–348.

економічний зміст фінансових інструментів (активів), їх загальна властивість – це контракт між власником заощаджень (кінцевим кредитором) і кінцевим позичальником – «споживачем» грошових коштів у сфері матеріального виробництва – джерелі суспільного відтворення, від якого безпосередньо залежить збільшення чи скорочення грошової маси в господарському обороті країн і світовій економіці в цілому. Завдяки тому, що безпосередні відносини «кінцевий кредитор – кінцевий позичальник» це, швидше, виняток ніж правило, на фінансовому ринку має місце розвинена посередницька мережа (інфраструктура), кожній ланці якої властиві специфічні контракти. Більш того, всі фінансові інструменти (активи) об'єднує ще одна спільна властивість – це солідарне зобов'язання забезпечити кінцевому кредитору приріст наданих їм у користування (тимчасове або постійне) реальних грошових коштів, в розмірах, прийнятних для обраного фінансового активу.

Крім цього, процесам ціноутворення притаманні етапи, де створюється і розміщується на ринку первинний, основний (базовий фінансовий актив) продукт, надалі, при розміщенні його на вторинному ринку може мати місце похідний фінансовий продукт, (простий чи гібридний дериватив) і в кінцевому підсумку може реалізуватися роздрібний структурований продукт, який поєднує ознаки базового активу та декількох деривативів і супроводжується наданням послуг.

Отже, ринок цінних паперів – це сфера торгівлі (розміщення і обігу) всіма формами фінансових інструментів, у тому числі й структурованих фінансових продуктів, через яку здійснюється переміщення фінансових ресурсів[1] (коштів) від одного суб’єкта до іншого на засадах купівлі-продажу прав на їх використання на постійній (акціонерний капітал) або тимчасовій основі(позиковий капітал). Умовою існування і функціонування ринків цінних паперів є комбінована форма торгівлі, яка реалізується через фінансові послуги. Кінцевим фінансовим продуктом споживання на фінансовому ринку є роздрібний структурований фінансовий продукт.

У цьому контексті для уникнення термінологічної плутанини при вивченні процесів ціноутворення на фінансовому ринку пропонуємо вважати, що на фінансовому ринку відбувається рух фінансових коштів (ресурсів). Тоді передача фінансових ресурсів (вкладення капіталу) на ринку цінних паперів у користування оформлюється тим чи іншим фінансовим інструментом – інструментом позики чи власності. Оскільки передача в користування фінансового капіталу відбувається через рух фінансових ресурсів з відповідним його індосаментним оформленням, то зрозуміло, що предметом праці на фінансовому ринку виступають фінансові інструменти, як контракти, які засвідчують права власників на отримання коштів. Проте, якщо йдеться про процес формування цін на ринку цінних паперів, починаючи від емітента до кінцевого споживача, то йдеться про поступове формування роздрібного фінансового структурованого продукту, в складі якого може бути базовий актив

[1] Рух фінансових ресурсів необхідно розглядати у часі, оскільки властивістю поняття «фінансові потоки» є їх динамічний характер.

(основний фінансовий інструмент), похідний простий чи гібридний фінансовий інструмент та фінансова послуга, яка супроводжує сервісне надання у користування фінансового продукту кінцевому споживачу[1].

Фінансовий ринок у контексті ціноутворення поділяється на декілька секторів, пов'язаних між собою, але між ними немає чітких меж, оскільки відбувається постійне переміщення фінансових ресурсів з одного сектора в інший. Оптимізація структури фінансового ринку важлива з огляду на те, що кожна ланка має неоднакові можливості щодо залучення ресурсів, різні організаційні і методологічні засади функціонування [2]. Тому визначення сфер торгівлі фінансовими ресурсами на фінансового ринку є необхідною, але не достатньою передумовою, оскільки не дає повної інформації про рух фінансових ресурсів та особливості їх споживання (на постійній чи тимчасовій основі).

З цією метою варто звернути увагу на дослідження вчених, у яких функціонування фінансового ринку пов'язується, насамперед, із рухом фінансових ресурсів. Так, в економічних словниках знаходимо трактування фінансового ринку як «…ринку, на якому відбувається перерозподіл тимчасово вільних грошових ресурсів через фінансових посередників на основі використання фінансових інструментів і надання фінансових послуг, що об'єднані у формі фінансових продуктів, які є товаром на фінансовому ринку»[3]; « …сфери грошових відносин, що виникають у процесі купівлі-продажу фінансових активів як зобов'язань економічних суб'єктів один перед одним щодо сплати боргів і доходів»[4]; « … соціально-економічні умови формування пропозиції фінансово-грошових ресурсів, а також умови їх реалізації, використання і відтворення»[5]; «…форма організації грошових засобів… Об'єктивною передумовою функціонування є незбіг потреби у фінансових ресурсах з наявністю джерел задоволення цієї потреби у того чи іншого суб'єкта»[6]. Існують і думки щодо ототожнення фінансового ринку і ринку грошей. Так, Ф.С.Мишкін наголошує, що грошовий ринок – це фінансовий ринок, на якому купуються і продаються короткострокові боргові інструменти (строк погашення яких менший, ніж один рік) [7]. Б.С.Івасів також характеризує грошовий ринок як сукупність грошових ресурсів країни, що постійно

---

[1] Поняття «кінцевий споживач « на фінансовому ринку є достатньо умовним, оскільки на фінансовому ринку реалізуються не тільки фінансові товари але і права на них (Авт).

[2] *Опарин В.М.* Финансовая система Украины (теоретико-методологические аспекты) : монография / В.М. Опарін. – К.: КНЕУ, 2005. – С. 146.

[3] *Миркин Я.М.* Англо-русский толковый словарь по финансовым рынкам: свыше 13 000 терминов / Я.М. Миркин. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – С. 314.

[4] Енциклопедія банківської справи України / Нац. банк України, Ін-т незалежних експертів ; редкол.: В.С. Стельмах, В. Б. Альошин, А. М. Мороз [та ін.] ; [голов. наук. консультант А. М. Мороз]. – К.: Молодь : Ін Юре, 2001. – С.537.

[5] Фінансовий ринок. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http:/enb.narod.ru/text/Ekonom/encyclo/str/E-850.htm. – Назва з титул. екрану.

[6] *Конопліцький В.А.* Економічний словник. Тлумачно-термінологічний / В.А. Конопліцький, Г.І. Філін. – К.: КНТ, 2007. – С.322.

[7] *Мишкін Ф.С.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: монографія/ Ф.С. Мишкін. – К. : Основи, 1999. – С.97.

переміщуються під впливом попиту і пропозиції з боку різних суб'єктів економіки[1]. Ідентичні міркування висловлюють і Е.Дж.Долан, К.Д.Кемпбелл, Р.Дж. Кемпбелл[2].

Якщо можна погодитися з думкою науковців, що на фінансовому ринку дійсно відбувається рух тимчасово вільних грошових коштів у процесі купівлі-продажу фінансових ресурсів під дією попиту і пропозиції, то ототожнювати фінансовий ринок з грошовим, на нашу думку, не варто у зв'язку з наступними міркуваннями:

- по-перше, трактування фінансового ринку як грошового може сприйматися у вузькому розумінні, і тоді фінансовий ринок буде включати в себе лише економічні відносини з приводу обігу короткострокових фінансових активів;

- по-друге, об'єктивною основою функціонування фінансового ринку є кругообіг і обіг капіталу з фіксацією його грошової форми. Тобто, слід зрозуміти, що грошовий капітал і фінансовий капітал – не є синонімічними дефініціями. Адже, окрім грошей, елементами фінансового капіталу є й інші види фінансових інструментів – цінні папери, боргові зобов'язання та правила вимоги боргу, що не відносяться до цінних паперів. Розмежування сутності грошових і фінансових ресурсів є цілком логічним з огляду на повноту задіяних фінансових товарів, які є предметом купівлі-продажу на фінансовому ринку.

У цьому зв'язку розуміння грошей на фінансовому ринку зводиться: по-перше, до стандарту цінності; по-друге, загального еквівалента вартості товарів і послуг, які реалізуються на фінансовому ринку; по-третє, до зручності обліку на фінансовому ринку (приведення множинності фінансових відносин до грошових). А грошовий ринок може входити до фінансового ринку як окрема ланка, яка сприяє товарообміну, тобто на ньому здійснюються всі операції з купівлі-продажу, де мають місце гроші як засіб платежу[3]. Фінансовий ринок, при цьому, має забезпечувати концентрацію фінансових ресурсів і вільний доступ до них усіх суб'єктів діяльності.

Особливості формування цін у різних секторах економіки пов'язані, перш за все, з функціонуванням сучасного ринкового середовища, яке включає два основні сегменти: споживчий ринок товарів і послуг і фінансовий ринок. При цьому ці сегменти взаємопов'язані між собою, функціонують на певній методологічній основі ціноутворення і мають свої особливості у встановленні ціни. На ринку товарів та послуг ціна визначається основними вартістноутворюючими чинниками – витратами та корисністю. Фінансовий ринок виступає як первинна категорія, що зумовлено його економічною сутністю як основної форми прояву вартісних категорій у процесі формування економічних фінансових відносин. На ньому відбувається суспільне визнання продуктів і послуг банків, при цьому ціна забезпечує формування відповідних

---

[1] Гроші та кредит: підручник / За ред. проф. Івасіва Б.С. – К.: КНЕУ, 2007. – С.10

[2] *Долан Є.Дж.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Є.Дж. Долан, К.Д.Кемпбелл, Р.Дж. Кемпбелл ; под общ. ред В.Лукашевича. – пер. с англ. – М.: Туран, 1996. – С. 16

[3] Головне призначення грошового ринку полягає у забезпеченні збалансованості грошової маси з вартісною оцінкою товарів і послуг, а точніше у забезпечені оптимальної структури грошової маси.

економічних відносин між його суб'єктами в процесі купівлі-продажу фінансових інструментів, а також зв'язок між їх створенням (виробництвом) і використанням (споживанням)[1].

Фінансовий ринок є складною системою за своєю організаційною побудовою, сукупністю і різноманітністю організацій, інституцій та фінансових інструментів, які розміщуються, обертаються, продаються чи купуються на ньому. Легітимність фінансового ринку забезпечують норми права, які регулюють відносини суб'єктів ринку. Сучасний фінансовий ринок характеризується значною складністю процесів, що протікають на ньому. Зростають ризики,відбувається глобалізація міжнародних ринків, збільшується волатильність валют, процентних ставок, курсів цінних паперів і, як підсумок, фінансові ринки стали більш нестабільними, складними, ризикованими і дерегульованими. Стандартні методи моделювання часових рядів для аналізу та прогнозування процесів, що відбуваються на фінансових ринках, у таких умовах часто дають незадовільні результати. Слід зазначити існуючий розрив між дійсними економічними реаліями і економічними теоріями[2].

Фінансовий ринок – це фінансовий барометр економіки. Він ефективно працює при низьких темпах інфляції в державі, успішному розвиткові економіки, стабільній законодавчій базі, сприятливому політичному кліматі та певному балансі інтересів у суспільстві. Ці умови не завжди можливі навіть у економічно відносно розвинутих державах, тому фінансові ринки дуже часто потрясають кризи, що спричиняє ще радикальніший та економічно не завжди виправданий перерозподіл фінансових ресурсів як усередині країни, так і в міждержавних масштабах[3].

Проблематика функціонування фінансових ринків у вітчизняній та зарубіжній економічній літературі розглянута такими вченими як: О.Д. Василик[4], Я. Комаринський[5], В.В. Корнєєв[6], К.Р. Маконнелл[7], В.М. Опарін, В.М. Опарін, Л.М. Павлова, В.М. Федосов[8], Г. Хаббард[9] та ін.[1] Разом з тим,

---

[1] *Кузнєцова Л.В.* Ціноутворення в банківській справі : підручник / Л.В. Кузнєцова, Л.В. Жердецька. – Одеса : Видавництво «Атлант», 2008. – С.19.

[2] *Поляков В.В.* Мировой рынок: вопросы прогнозирования : учебное пособие / В.В. Поляков. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : КНОРУС, 2011. – С. 240.

[3] *Школьник І.О.* Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія / І.О. Школьник. – Суми: ВВП "Мрія-1" ЛТД, УАБС НБУ, 2008. – С. 4.

[4] *Василик О.Д.* Теорія фінансів : навч. посібник / заг. ред. О.Д. Василик. – К. : Центр навч. літ., 2005. – 480 с.

[5] *Комаринський Я.* Фінансово-інвестиційний аналіз: навч. посіб. / Я. Комаринський, І. Яремчук. - К. : "Українська енциклопедія" ім. М. П. Бажана, 1996. – 298 с.

[6] *Корнєв В.В.* Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках : монографія / В.В. Корнєв. – К.: НДФІ, 2003. – 376 с.

[7] *Маконнелл К.Р.* Аналітична економія: принципи, проблеми і політика / К.Р. Макконнелл, С.Л. Брю. – пер. з англ. – Львів : Просвіта, 1997. – Ч.1 : Макроекономіка. – [Б. м.] : [б.в.], 1997. – 671 с.

[8] Теорія фінансів : Підручник / [П.І. Юхименко, В.М. Федосов, Л.Л. Лазебник та ін.] За ред. проф. В.М. Федосова, С.І. Юрія. – К.: Центр учбової літератури, 2010. – 576 с.

[9] *Hubbard R. G.* Money, the financial system, and the economy / R. G. Hubbard – [4th ed.]. – Addison Wesley, 2001. – 832 p.

ознайомлення з науковими публікаціями у цій галузі дозволяє окреслити ряд питань і проблем, що потребують додаткового вивчення і вирішення. Передусім необхідні подальші напрацювання щодо структурування фінансового ринку у контексті дослідження процесів ціноутворення. Адже кожен сегмент фінансового ринку має неоднакові можливості щодо залучення фінансових ресурсів, різну специфіку ціноутворення на них. Проте оптимізація структури фінансового ринку є необхідною, але не достатньою передумовою, оскільки не дає повної інформації про передачу прав власності в процесі руху фінансових інструментів та особливості їх споживання.

У науковій літературі використовуються різні класифікаційні ознаки структуризації фінансових ринків. У цьому нічого дивного немає, оскільки один і той же предмет, процес, явище можна розглядати під різними кутами зору і, залежно від практичних потреб, вибирати найкращий, відповідно до поставлених завдань практичного аналізу[2].

У контексті загальних підходів до структуризації (сегментації) фінансового ринку вартує думка вчених, які поділяють його на внутрішні (національні) ринки і зовнішній (світовий ринок). У цьому сенсі Г.М. Бєлоглазова визначає фінансовий ринок «як сукупність національних і міжнародних фінансових ринків, що забезпечують акумулювання та перерозподіл фінансових ресурсів через систему банківських та інших фінансово кредитних установ для забезпечення процесу відтворення у світовому масштабі[3]. Ми поділяємо думку автора щодо того, що світовий фінансовий ринок визначається як механізм акумулювання та перерозподілу на конкурентній основі фінансових ресурсів між країнами, регіонами, галузями і господарюючими суб'єктами, при цьому вказує на систему складних прямих і зворотних господарських зв'язків, що існують між ними.

Фінансовий ринок як систему з прямими та зворотними зв'язками між суб'єктами в загальному виді розглядає Р.С. Квасницька[4]. Вона розглядає фінансовий ринок як складну система взаємовідносин між господарюючими суб'єктам. Складність структури світового фінансового ринку та відносин між його елементами зумовлює використання вітчизняними та зарубіжними дослідниками декількох класифікаційних ознак (табл.1.1.).

Так, структурування фінансового ринку подають, наприклад, з позицій терміну використання фінансових ресурсів. Це дає можливість поєднати плату

---

[1]. *Рязанова Н.С.* Міжнародні фінанси : навч.-метод. посібник / Н.С. Рязанова. - Київ : КНЕУ, 2001. – 119 с.; *Еш С.М.* Фінансовий ринок : навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / С.М. Еш. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 528 с.; *Іваницька О.М.* Фінансові ринки : Навч.посібник / О.М. Іваницька. – К. : Видавництво УАДУ, 1999. –96 с.; *Карпінський Б.А.* Фінансова система : навч. посіб. / Б.А. Карпінський, О.В. Герасименко. – К. : Центр навчальної літератури, 2003. – 184 с. *Johnson H.* Financial Institutions and Markets. A global perspective / H. Johnson. – McGraw-Hill Education, 1993. – 584 p.

[2] *Лондар С.Л.* Фінанси : навч. посібник / С. Л. Лондар, О. В. Терещенко. – Вінниця : Нова Книга, 2009. – 384 с.

[3] *Белоглазова Г.Н.* Деньги. Кредит. Банки: учебник / Г.Н. Белоглазова. – М. : Высшее образование, 2009. – С. 231.

[4] *Квасницька Р.С.* Фінансовий ринок : сутність та об'єкти купівлі продажу / Р.С. Квасницька // Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу. – 2011. – № 3(15). – С. 141–144.

за використання фінансових ресурсів з терміном їх використання. У цьому зв'язку необхідно погодитися з думкою вітчизняних вчених В. Федосова, С. Юрія, В. Корнєєва, В. Опаріна[1], які вважають, що до фінансового ринку, за строком обігу фінансових ресурсів, входить ринок грошей і ринок капіталів. На ринку грошей обертаються короткострокові фінансові ресурси (термін до одного року); на ринку капіталів – середньо- та довгострокові фінансові ресурси (терміном понад один рік).

Таблиця 1.1

Класифікаційні ознаки у структуруванні фінансового ринку

Класифікаційна ознака	Назва субринку	Автори
Тип базового активу	- грошовий (грошово-кредитний) ринок; - валютний ринок; - ринок цінних паперів (фондовий ринок); - товарний ринок	О.Д. Василик, С.Л. Лондар, Я. Комаринський, П.І. Юхименко, В.М. Федосов, С.М. Еш, О.М. Іваницька, Б.А. Карпінський
За строком обігу	- ринок грошей; - ринок капіталу	С. Росс, Р. Вестерфілд, Д. Яффе, В.М. Федосов, С.І. Юрій, В.В. Корнєєв, В.М. Опарін
Тривалість надання фінансових ресурсів у користування	- ринки довгострокового капіталу; - ринки короткострокового капіталу	М.М. Дмитрієв, С.О. Кошечкін
За організацією торгівлі (типом зобов'язань)	- ринок цінних паперів; - кредитний ринок (боргові зобов'язання)	В.М. Опарін, О.І. Мертнес
За типом розрахунків	- спотові (розрахунки проводяться не пізніше другого робочого дня після здійснення угоди); - строкові (розрахунки проводяться пізніше, ніж на другий робочий день після здійснення угоди)	Н.С. Рязанова

Джерело: узагальнено на основі*: Базилевич В.Д.* Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах / В.Д.Базилевич // Фінанси України. – 2009. – №12. – С.5–14; Фінанси: підручник / [С.І. Юрій, В.М. Федосов, Л.М. Алексеєнко та ін.]; за ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова. – К.: Знання, 2008. – 611 с.; *Шелудько В.М.* Фінансовий ринок: навч.посіб. / В.М. Шелудько. – 2-е вид., виправ. і допов. – К.: Знання-Прес, 2003. – 535 с.

Інші авторитетні зарубіжні вчені-фінансисти С.Росс, Р.Вестерфілд та Д. Яффе теж зазначають, що «…до фінансових ринків включають ринок грошей і ринок капіталів. Ринки грошей – це ринки боргових цінних паперів, що погашаються у короткі терміни (зазвичай менше одного року). Ринки капіталів – це ринки довгострокових боргових зобов'язань та акцій»[2]. Подібний підхід притаманний і вітчизняним вченим: В.В. Корнєєву, який за

[1] Фінанси: підручник / [С.І. Юрій, В.М. Федосов, Л.М. Алексеєнко та ін.]; за ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова. – К.: Знання, 2008. – 611 с.

[2] *Ross S.* Corporate Finance / S. Ross, R. Westerfield, J. Jaffe. – 4-th. ed. – Chicago: McGraw-Hill Companies, 1996. – 1080 p. – P.18.

диференціацією термінів обігу фінансових активів поділяє фінансовий ринок на грошовий і ринок капіталів. При цьому висловлює слушне уточнення: «…що метою руху фінансових активів (не тільки грошей) в короткостроковому періоді є забезпечення ліквідності ринку, а в довгостроковому – забезпечення потреб у розміщенні(інвестуванні) коштів[1].

Отже, ціноутворення на фінансові ресурси на ринку капіталів необхідно розглядати з позицій тимчасового чи тривалого їх використання і властивості фінансових ресурсів мають бути долучені до уточнення ціни як економічної категорії. Структура фінансового ринку, яка є основою до формування загального підходу до ціноутворення за часовою ознакою, представлена на рис.1.5.

Рис. 1.5. Структура фінансового ринку за часовою ознакою (терміном використання) фінансових ресурсів.

Авторська розробка

Ринок грошей – це сфера, де їх можна залучити у тимчасове користування. У наукових колах існує три розповсюдженні підходи до тлумачення поняття «грошовий ринок»: комплексний підхід[2], що відображає найбільш широке розуміння грошового ринку; об'єктний підхід[3], в якому увага акцентується на інструментах грошового ринку; процесний підхід, що відображає залучення та розміщення тимчасово вільних грошових коштів.

Так, за комплексним підходом грошовий ринок – це будь-який ринок позикових коштів, на якому купується та продається специфічний товар – гроші. Отже, використовуючи визначення з комплексного підходу, до грошового ринку включається також ринок міжбанківського обміну, тобто валютний ринок.

---

[1] *Корнєв В.В.* Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках : монографія / В.В. Корнєв. – К.: НДФІ, 2003. – С.38.

[2] *Маконнелл К.Р.* Аналітична економія: принципи, проблеми і політика / К.Р. Макконнелл, С.Л. Брю. – пер.з англ. – Львів : Просвіта, 1997. – Ч.1 : Макроекономіка. – [Б. м.] : [б.в.], 1997. – 671 с.

[3] *Johnson H.* Financial Institutions and Markets. A global perspective / H. Johnson. – McGraw-Hill Education, 1993. – 584 p.; *Доунс Дж.* Финансово-инвестиционный словарь : пер. с англ. / Д. Доунс, Д.Э. Гудман. – 4-е перераб. и доп. изд. – Москва : ИНФРА-М, 1997. – 585 с.; *Mishkin F.* The Economics of Money, Banking and Financial Markets / Frederic Mishkin. – [9th ed.]. – Prentice Hall PTR, 2009. – 756 p.; *Ritter L.* Principles of Money, Banking, and Financial Markets / L. Ritter, W. Silber, G. Udell – [12th ed.]. – Prentice Hall, 2008. – 672 p.; *Розенберг Д.М.* Бизнес и менеджмент. Терминологический словарь /Д.М. Розенберг ; пер. с англ. Т.С. Аристовой. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 464 с.; *Самуэльсон П.Э.* Экономика : пер. с англ. / П.Э. Самуэльсон, В.Д. Нордхаус. – 16-е изд. – М. ; СПб. ; К. : Вильямс, 2001. – 688 с.

За об'єктним підходом: «грошовий ринок – це ринок, на якому купуються та продаються короткострокові (до 1 року) фінансові (боргові) інструменти».

За процесним підходом грошовий ринок визначається як: «ринок, на якому здійснюються депозитно-кредитні операції, які мають переважно короткостроковий характер»[1].

Ринок капіталу являє собою торгівлю не тільки грішми, а й правами власності. В якості товарів на ринку капіталу можуть бути використані як кредитні (боргові цінні папери, кредити, інші), так і інвестиційні ресурси (пайові цінні папери, цільова фінансова допомога, інше), які купуються з метою постійного або тривалого використання.

Більш глибоким є матричний підхід до структуризації фінансового ринку В.М. Опаріна у взаємозв'язку двох ознак : за формою фінансових ресурсів (ринок грошей і ринок капіталу), за організацією торгівлі (ринок цінних паперів і кредитний ринок). На майже ідентичних позиціях щодо поділу фінансового ринку за двома ознаками наполягає і О. Мертнес[2], який подає його структурну класифікацію за двома ознаками: за типом зобов'язань (кредитний ринок і ринок цінних паперів) та згідно термінів реалізації майнових прав (грошовий ринок і ринок капіталів).

Дуже розповсюдженими серед вчених є думки щодо структуризації фінансового ринку за іншими ознаками. Наприклад, за характеристикою видів фінансових інструментів (ринок інструментів боргу, ринок інструментів власності);територіальною організацією обігу фінансових ресурсів (регіональний, національний, міжнародний); за способом розміщення фінансових ресурсів (первинний, вторинний); способом організації торгівлі (біржовий, позабіржовий); рівнем організації торгівлі (організований, неорганізований), інше.

З огляду на це, ринок цінних паперів можливо розглядати як організовану (біржову) або неформальну (позабіржову) система торгівлі фінансовими інструментами. Фінансовий ринок призначений для встановлення безпосередніх контактів між покупцями та продавцями фінансових ресурсів[3].

Для дослідження специфіки ціноутворення на фінансовому ринку з точки зору організації торгівлі фінансовим ресурсами доцільно виділяти кредитний ринок і ринок цінних паперів. Кредитний відображає ту його частину, яка функціонує на основі укладення кредитних угод, а на ринку цінних паперів торгівля опосередковується випуском і обігом цінних паперів[4]. Використання

---

[1] *Rose P.* Money and Capital Markets : Financial Institutions and Instruments in a Global Marketplace / P. Rose. – 10th ed., internat. ed. – Boston, Mass. [u.a.] : McGraw-Hill, 2009. – 767 p.; *Райзберг Б.А.* Современный экономический словарь : словарь / Б.А. Райзберг Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА - М, 2002. –480 с.; *Савченко Т.Г.* Грошовий ринок : сутність, структура та інструменти / Т. Г. Савченко // Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України. – 2011. Вип. 31. – С. 257–266.

[2] Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории [Текст] / А. Мертенс**.** - К. : Киев. инвестиц. агенство, 1997. - 416 с.

[3] *Дмитриев М.Н.* Финансирование и финансовые аспекты экологии : учеб. пособие / М.Н. Дмитриев, С.А. Кошечкин. – Н. Новгород : ННГАСУ, 2002. – С. 150.

[4] Там само. С.152.

кредитного ринку і ринку цінних паперів важливе через призму ринку капіталів і грошового ринку (рис. 1.6.).

ФІНАНСОВИЙ РИНОК

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ

Ринок капіталів

КРЕДИТНІ РЕСУРСИ ІНВЕСТИЦІЙНІ РЕСУРСИ
- боргові цінні папери – пайові цінні папери
- кредити – безповоротна фінансова
- інші допомога
– інші

Ринок грошей

ГРОШОВІ РЕСУРСИ

грошові кошти та високоліквідні цінні папери (грошові документи)

ФІНАНСОВІ ДЕРИВАТИВИ

Форварди, ф'ючерси, опціони, варанти

Рис.1.6. Структура фінансового ринку за групами фінансових ресурсів

Джерело: узагальнено на основі: **Корнєєв В. В.** Фінансові посередники як інститути розвитку : монографія / В. В Корнєєв. – К. : Основа, 2007. – 192 с. **;Вовчак О.** Фінансове посередництво: економічна сутність і класифікація / О. Вовчак, Л. Клеонтовська // Вісник НБУ. – 2012. – № 8. – С. 4 – 9.

Запропонована структура є композиційно синтезованою внаслідок виділення окремих груп фінансових ресурсів (кредитних, інвестиційних, грошових) у взаємозв'язку з ринком капіталів та грошовим ринком. Рух фінансових ресурсів, яким опосередковуються операції купівлі-продажу, зводиться до грошових і фінансових потоків (інвестиційного і кредитного). Грошовий потік пов'язується з потоком платежів, що обслуговує, як правило, одну господарську операцію. Якщо йдеться про сплату вартості придбаного товару чи наданої послуги, то грошовий потік є одностороннім – від платника до отримувача коштів. Фінансовий потік узагальнено характеризує результат всієї фінансової діяльності і є, здебільшого, двостороннім, наприклад, емісія цінних паперів і отримання після їх розміщення грошового еквівалента[1]. Кредитні і інвестиційні потоки мають спільну основу – гроші чи грошові еквіваленти у вигляді цінних паперів і відмінну перспективу у відносинах між постачальниками і споживачами капіталу.

[1] *Корнєв В.В.* Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках : монографія / В.В. Корнєв. – К.: НДФІ, 2003. – С44.

Що стосується ринку цінних паперів, то слід зазначити, що він представляє собою найефективнішу форму обігу фінансових ресурсів. Цей ринок інтегрує операції щодо випуску та обігу цінних паперів, а також їхніх похідних. Ринок цінних паперів також називають фондовим ринком[1].

Ринок цінних паперів поділяється на: первинний – це: «сукупність правовідносин, пов'язаних з розміщенням цінних паперів»[2] ; вторинний – це: «сукупність правовідносин, пов'язаних з обігом цінних паперів»[3]. Ці ринки також можуть бути біржовими (організованими, централізованими) та позабіржовими (неорганізованими, неформальними, децентралізованими)[4]. Кредитний ринок і ринок цінних паперів функціонують на різних засадах і відображають різні фінансові процеси, виходячи зі спільних завдань у формуванні цін та специфіки ціноутворення на їх фінансові ресурси. Тому специфіці ціноутворення саме на ринку цінних паперів будуть присвячені наші подальші дослідження.

Взаємодія учасників фінансового ринку відбувається через механізм опосередкованого фінансування, який функціонує завдяки інституційній структурі фінансового ринку. Опосередковуючи взаємодію економічних агентів і забезпечуючи рух фінансових ресурсів, ця структура акумулює вільні кошти відокремлених власників капіталу шляхом емісії та продажу власних фінансових активів, а потім інвестує їх від свого імені у фінансові інструменти, емітовані переважно інститутами нефінансової сфери, що діють у межах реального сектору економіки. Таким чином, інституційна структура реалізує в межах фінансового ринку функції фінансового посередництва. Складові інституційної структури – фінансові інститути, які, з точки зору економічної теорії, здійснюють інституціоналізовані функції в межах ринкового середовища, тобто структурують і упорядковують взаємодії економічних агентів і у такий спосіб сприяють їх ринковій координації[5].

Інституційна структура фінансового ринку відіграє важливу роль в економічних перетвореннях, що відбуваються в сучасних умовах. Як регулятор грошового обігу, центр акумуляції та перерозподілу фінансових ресурсів, вона забезпечує функціонування ефективного механізму стимулювання розвитку інвестиційної, виробничої сфери економіки, системи суспільно-економічних відносин, а також можливість прискореної модернізації національної економіки.

У той час, як однією з головних проблем, що стоять перед нашою державою, є формування нового, ринкового механізму мобілізації коштів для

---

[1] В п. 1 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (від 23.02.2006 № 3480-IV) визначається що: «Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)»

[2] *Василик О.Д.* Теорія фінансів : навч. посібник / заг. ред. О.Д. Василик. – К. : Центр навч. літ., 2005. – С. 193.

[3] Там само. С. 195.

[4] *Рязанова Н.С.* Міжнародні фінанси : навч.-метод. посібник / Н.С. Рязанова ; Київський нац. екон. ун-т. - Київ : КНЕУ, 2001. – С. 56.

[5] *Шелудько В.М.* Фінансовий ринок: навч.посіб. / В.М. Шелудько. – 2-е вид., виправ. і допов. – К.: Знання-Прес, 2003. – С.14.

фінансування інвестицій у реальний сектор економіки, саме інституціональна структура фінансового ринку стає єдиним потужним джерелом інвестиційних ресурсів, забезпечуючи ефективне акумулювання коштів та економічно доцільне задоволення інвестиційного попиту економічних агентів на ресурси як короткострокового, так і довгострокового характеру.

У широкому розумінні інституційна структура являє собою сукупність фінансових інститутів, що об'єднані стійкими взаємозв'язками і активно беруть участь у економічних відносинах з приводу купівлі та продажу фінансових активів[1]**.** Сучасна інституціональна структура фінансового ринку складається з бірж, банків, брокерських фірм, системи міжбіржових і міжброкерських (міждилерських) зв'язків, інвестиційних фондів[2]. У практиці розвинутих країн оптимальна структура фінансового ринку визначається двома головними ознаками: часовою й інституційною.

У структурі фінансового ринку з інституційної точки зору можна виділити такі складові:

- сфери дії фінансових посередників (фінансових інститутів банківських і небанківських фінансово-кредитних установ), що належать до "каналів" непрямого, опосередкованого переміщення коштів від власників заощаджень до позичальників на фінансовому ринку;

- ринку цінних паперів, що входить до складу "каналів" безпосереднього фінансування і, в свою чергу, поділяється на первинний (нові емісії цінних паперів) і вторинний ринки (де відбувається купівля-продаж раніше випущених цінних паперів), в якому розрізняють біржовий (фондові біржі) та позабіржовий ("вуличний") ринки цінних паперів[3].

Наявність фінансових інститутів, які здійснюють трансформацію грошових потоків у межах ринку, дає змогу подолати суперечність між потребами суб'єктів господарювання та обмеженими можливостями індивідуальних інвесторів, що зумовлена як часовим фактором, так і заощаджувальним потенціалом окремих власників капіталу[4].

Інституційна структура на сьогодні забезпечує ефективне і стабільне функціонування фінансового ринку, встановлення взаємозв'язків між його розрізненими базовими суб'єктами, фактично утворюючи його ядро. Здійснюючи діяльність в рамках інституційної структури, фінансові інститути сприяють прискоренню кругообігу капіталу. Абстрагуючись від специфіки фінансових операцій і структури фінансових послуг, які надають конкретні фінансові організації, можна стверджувати, що фінансові інститути з точки зору економічної теорії здійснюють інституціоналізовані функції в рамках

---

[1] *Вірченко В.В.* Фінансово-інституційні чинники модернізації національної економіки / В.В.Вірченко // Фінанси України, 2012. – №8. – С.23.

[2] *Федоренко В.Г.* Інвестознавство: підручник. / В.Г. Федоренко. – 3-тє вил., допов. – МАУП, 2004. – С. 139.

[3] *Версаль Н.І.* Фінансове посередництво в Україні: теоретичні та практичні аспекти / Н.І. Версаль // Фінанси України. – 2010. – №9. - С.102–103.

[4] *Базилевич В.Д.* Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах / В.Д.Базилевич // Фінанси України. – 2009. –№12. – С.5–14.

фінансового ринку – структурують взаємодії економічних агентів і в такий спосіб сприяють їх ринковій координації[1].

Отже, саме тому серед безлічі підходів щодо структуризації фінансового ринку, які різняться не тільки окремими специфічними ознаками і деталями, а досить різними тлумаченнями і не мають системної цілісності та не містять ознак, пов'язаних з процесами ціноутворення, слід виокремити інституціональний підхід, оскільки завдяки фінансовим інститутам відбувається взаємодія агентів у процесі ціноутворення.

Резюмуючи, зазначимо, що фінансовий ринок структурується через декілька секторів, пов'язаних між собою системою інституціональних зв'язків та діяльністю фінансових інститутів, але між ними немає чітких меж, оскільки відбувається постійне переміщення фінансових інструментів з одного сектора (сегменту) в інший. З метою подальших досліджень ціноутворення на фінансовому ринку та з огляду на визначення фінансового ринку як сфери торгівлі фінансовими ресурсами, логічним є забезпечення дуалістичного підходу щодо сегментації ринку за часовою та інституційною ознакою (рис. 1.7).

Перша ознака – часова – дає можливість сформувати загальний підхід до ціноутворення на фінансовому ринку, а друга ознака – дозволяє глибше дослідити специфіку ціноутворення на окремі групи фінансових продуктів та надає можливості формувати методологічний інструментарій роздрібних структурованих фінансових продуктів за участю фінансових посередників.

Рис. 1.7. Дуалістичний підхід до структурування фінансового ринку
Джерело: розроблено автором

[1] *Герасимчук З.В.* Небанківські інвестиційні інститути: проблеми та перспективи розвитку / З.В. Герасимчук, Ю.А. Подерня-Масюк [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/en_oif/2009_6_2/7.pdf

Якщо вважати, що кожен сегмент фінансового ринку має свою структуру товарів, які після їх придбання (купівлі) надходять у постійне чи тимчасове користування, то ціною фінансових ресурсів є плата за їх використання. Тому ціна на фінансовому ринку, в широкому розумінні – це плата за тимчасове, постійне чи тривале використання різних форм фінансових ресурсів. Особливості формування цін та ціноутворення на фінансовому ринку обумовленні різноманітністю сфер торгівлі фінансовими ресурсами та різновидністю субринків, які є своєрідними сегментами фінансового ринку. Ціноутворення на ринку цінних паперів як сегменті фінансового ринку базується на процесах встановлення цін на фінансові інструменти та частково фінансові послуги з урахуванням таких особливостей:

1) ринок цінних паперів є невід'ємною складовою фінансового ринку і являє собою комбіновану сферу торгівлі (розміщення і обігу) всіма формами фінансових активів (інструментів) і послуг, у тому числі й структурованих фінансових продуктів, через яку здійснюється переміщення фінансових ресурсів від одного суб'єкта до іншого на засадах купівлі-продажу прав на їх використання на постійній або тимчасовій основі;

2) ціною на фінансовому ринку в широкому розумінні є плата за їх тимчасове, постійне чи тривале використання різних форм фінансових ресурсів: ціна на ринку грошей (грошовому ринку) – це плата за тимчасове використання фінансових ресурсів, а ціна на ринку капіталів – це плата за постійне чи тривале використання фінансових ресурсів;

3) основи логістики ціноутворення на ринку цінних паперів базуються на процесах встановлення цін на фінансові інструменти (основні, похідні, структуровані та частково фінансові послуги у взаємозв'язку зі стадіями ціноутворення (первинній – розміщення фінансових інструментів, вторинний – продаж (перепродаж) фінансових інструментів та завершальний продаж «кінцевому споживачу». При цьому термін ««кінцевий споживач» на фінансовому ринку є достатньо умовним, оскільки на фінансовому ринку реалізуються не тільки фінансові товари, але і права на них.

4) формування цін та ціноутворення на ринку цінних паперів слід пов'язувати з різноманітністю сфер торгівлі фінансовими ресурсами та різновидністю субринків, які є своєрідними сегментами фінансового ринку.

1.2. Теоретична концептуалізація ціноутворення на ринку цінних паперів

Процес міжнародного руху товарів, послуг, капіталу, виробнича міграція робочої сили привели до виникнення й розвитку суспільно-економічних відносин, пов'язаних із купівлею-продажем фінансових ресурсів, та відповідними зобов'язаннями учасників таких відносин. Збільшення кількості учасників міжнародних відносин, яке відбулося в останні два десятиліття, неминуче призвело до підвищення ролі фінансового ринку у

світовому масштабі, який в сучасних умовах є основою мобілізації, розміщення і розподілу ресурсів.

Нові явища, що спостерігаються на світових фінансових ринках, змушують науковців вдаватися до ревізії основних понять і гіпотез економічної науки. Основного змісту і якісно нового значення в умовах розвитку ринкових взаємовідносин на фінансовому ринку набуває ціна як економічна категорія. Через ціну формується система взаємовідносин на ринку. Ціни беруть участь в утворенні, розподілі та використанні грошових нагромаджень. Ціна притаманна всім товарам, які реалізуються, і послугам, які надаються на різних типах ринків.

Сучасна теорія і практика ціноутворення – це продукт тривалої еволюції соціально-економічних відносин суспільства. Домінуючими концепціями у теорії походження цін та ціноутворення стали теорія вартості (серединаXVII-кінецьXVIII ст.), теорія граничної корисності (кінець XVIII ст.), теорія попиту і пропозиції, теорія ринкової рівноваги (кінець XIX – початок XX ст.), теорія ефективного ринку (XX ст.). Кожна теорія свого часу зробила великий внесок у розвиток ціноутворення та заклала фундамент теоретичних основ походження цін на фінансовому ринку (табл. 1.2.).

Таблиця 1.2

Основні теорії ціноутворення (XVII- XX ст.)

Назва теорії	Засновники теорії	Виникнення теорії	Базові постулати походження ціни
Теорія трудової вартості	У.Петті, А.Сміт, Д.Рікардо, К.Маркс	Середина XVII ст.	Теорія, в основу якої закладена праця (точка зору виробника)
Теорії витрат виробництва	Дж.- С. Міль, Л. Вальрас, Дж.Кейнс, М.Зібер	Кінець XVIII ст.	Теорії, засновані на граничних витратах виробництва та альтернативних (точка зору виробника)
Теорія корисності	Ж.Б.Сей, Г.Госсен	Початок XVIII ст.	В основу ціни закладена споживча вартість (точка зору споживача)
Теорія граничної корисності	Д.Кларк, І.Фішер, К.Менгер, Е.Бем-Баверк, Ф.Візер	XIX ст.	Споживча вартість зменшується по мірі насиченості товаром (точка зору споживача)
Теорія попиту і пропозиції	А.Маршалл, У.Пігу, М.Туган-Барановський	Кінець XIX – початок XX ст.	Ціна виникає внаслідок збалансованості попиту і пропозиції
Теорія рівноваги	А.Курно, Дж.Міль, Л.Вальрас	XX ст..	Збалансованість ринку пояснює рівноважна ціна

Джерело: узагальнено автором на основі *Блауг М*. Економічна теорія в ретроспективі / Пер. з англ. І. Дзюб. – К.: Вид–во Соломії Павличко «Основи», 2001. – 670 с.; *Экономическая теория на пороге XXI века* / Под ред. Ю.М.Осипова, В.Т.Пуляева. – Спб.: ТООТК «Петрополис», 1996. – 416 с.; *Історія економічних учень*: Підручник / Л. Я. Корнійчук, Н.О. Татаренко, А. М. Поручник та ін.; За ред. Л. Я. Корнійчук,

Н. О. Татаренко. – К.: КНЕУ, 1999. –564 с.; *Маркс К.* Капитал. Критика политической экономии. Т. 1. Кн. 1. Процесс производства капитала / К. Маркс. – М.: Политиздат, 1983. – С. 157–160.; *Маршалл А.* Принципы политической экономии. Т1. Кн. 1. Процесс производства капитала / А. Маршалл. – М.: Политиздат, 1983. – С. 157 – 160. *Петти В.* Избранные работы. Трактат о налогах и сборах: Пер. с англ. – М.: Ось–89,1997.

Методологія ринкового ціноутворення природно пов'язана з теорією вартості, яка базується на різних теоретичних концепціях.

Представники теорії трудової вартості (У.Петті, А.Сміт, Д.Рікардо) розглядали ціну як грошове вираження вартості товару, а вартість – як величину суспільно-необхідних витрат праці. Свій подальший розвиток вона отримала в працях К. Маркса, який розробив учення про двоїстий характер праці, втіленої в товарі, розкрив суперечність між приватною і суспільною, конкретною і абстрактною працею, споживною вартістю і вартістю товару, дослідив історичний процес розвитку обміну і форм вартості, розкрив природу і суть грошей як загального еквівалента[1].

Крім трудової вартості до "витратних" концепцій належать також теорія витрат виробництва і теорія трьох факторів виробництва. Прихильники теорії витрат виробництва (Р. Торренс, Н. Сеніор, Дж. Мілль, Дж. Мак-Куллох та ін.) розглядають витрати виробництва як основу мінової вартості і цін, вважаючи, що нова вартість створюється не лише живою, а й минулою, уречевленою працею. Вони виходять з того, що оскільки величина витрат виробництва залежить від цін на окремі їх елементи (предмети і засоби праці, робочу силу), то використання витрат як основи ціноутворення означає, по суті, пояснення цін на товари цінами на елементи витрат[2].

Родоначальники теорії трьох факторів виробництва, французькі економісти першої половини XIX ст. Ж. Б. Сей і Ф. Бастіа трактували формування вартості в процесі виробництва як результат витрат трьох його основних факторів: праці, капіталу і землі. Всі вони беруть рівноправну участь (яка визначається для кожного з них ринком) у створенні вартості. Кожен з цих факторів "створює" відповідну частину вартості: праця – заробітну плату, капітал – відсоток, а земля – ренту.

Отже, домінуючими теоріями витратного ціноутворення слід вважати теорію трудової вартості та теорію так званих «трьох факторів виробництва». Застосування цієї теорії з точки зору концептуалізації ціноутворення на фінансовому ринку ускладнене, оскільки практично неможливо реально оцінити, яку вартість було вкладено на створення того чи іншого фінансового продукту, а окремі з них, зокрема похідні фінансові інструменти, взагалі не мають вартості у момент створення. Однак сама ідея вартості все одно залишається визначальною і при формуванні ціни на фінансовий продукт,

---

[1] *Петти В.* Антология экономической классики / Вильям Петти, Адам Смит, Давид Риккардо. – М.: Из-во "ЭКОНОВ" – "Ключ", 1993. – С. 146–148.

[2] Основи економічної теорії: політекономічний аспект. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ukrkniga.org.ua/ukrkniga-text/books/_book-26.htm. – Назва з титул. екрану.

проте така вартість повинна розглядатися не тільки з точки зору затрачених ресурсів, а і з точки зору потенційної вигоди.

В останній третині XIX ст. набув поширення принципово новий підхід до аналізу вартості – з позиції теорії граничної корисності. Її прихильники (У.С. Джевонс, К. Менгер, Ф. Візер, Е. Бем-Баверк, Л. Вальрас, Дж. Б. Кларк та ін.) розмежували сукупну корисність блага (тобто корисність усього запасу або всієї доступної даному індивіду кількості благ) і граничну корисність блага (тобто корисність останньої одиниці цього запасу або доступної кількості благ). Зокрема, К. Менгер доводив, що при визначенні цінності благ необхідно брати за основу потреби конкретної людини. Відповідно до цього положення К. Менгер побудував шкалу корисностей на основі ранжування благ за їх цінністю для споживача. При цьому він не намагався кількісно виміряти граничну корисність і суб'єктивну цінність, вважаючи можливим визначення лише порядку розташування потреб за принципом «від більшого до меншого» (ординалістський підхід)[1].

Отже, з позицій корисності, цінність розглядалась як суб'єктивна за своєю природою категорія, як позиція індивідуума про важливість благ, наявних в її розпорядженні, для підтримання життя і добробуту.

Значний вплив на сучасні теорії вартості і ціни справляє неокласична теорія англійського економіста кінця XIX – початку XX ст. А. Маршалла[2], який виходив з того, що формування ринкових цін відбувається в результаті взаємодії попиту і пропозиції та пов'язував зміну попиту з категорією граничної корисності, а пропозиції – з вирішальним впливом витрат виробництва.

Розглянуті вище теорії (теорія трудової вартості, теорія витрат, теорія трьох факторів виробництва) розглядають формування вартості як основи ціни, з боку виробників товарів (пропозиції), які зацікавлені у реалізації товару за ціною, яка покриває витрати і забезпечує норму прибутку. Тоді як прихильники теорій корисності в основу формування вартості закладають споживчу вартість (характеризує попит) як основу ціни, яка приносить корисність споживачу. Поява маржиналістських концепцій дозволила подолати недоліки класичної та марксистської шкіл і стала однією з фундаментальних основ економічної науки XX століття. Ідеї теорії маржиналізму є значимими і в контексті дослідження процесів ціноутворення на ринку цінних паперів. Не можна не приймати до уваги той факт, що, укладаючи угоду на ринку цінних паперів, всі учасники угоди очікують отримати певну корисність, яка виражається не тільки в набутті права розпорядження певною сумою грошей, але і, наприклад, у отриманні повного чи часткового контролю над іншим учасником угоди.

Теорії економічної рівноваги виникли як еклектичне поєднання підходів витратних концепцій та теорії корисності, хоча історично ідея економічної рівноваги на основі взаємодії попиту і пропозиції була започаткована значно раніше. Вивченню економічної рівноваги присвячені праці англійських та

---

[1] *Menger. C.* The Theory of Value. Albuquerque / C. Menger. (N. Хутро.). – 1985. – P. 115.

[2] *Marshall A.* Principles of Economic Sciences / A. Marshall; [foreword. John Maynard Keynes, trans. from English V. I. Bomkina, V. T. Rysina, R. I. Stolper]. – Moscow : Eksmo, 2008. – P. 520.

французьких вчених А.Курно, Дж.Міля, Л.Вальраса та ін. Концепція часткової рівноваги розглядається в роботі основоположника математичного напрямку в політичній економії Антуана Огюстена Курно «Дослідження математичних принципів теорії багатства», виданій у 1838р. Це вже є певним кроком до розвитку концепції загальної рівноваги, оскільки в даному випадку мова йде про розуміння рівноваги як балансу. Економічна інтерпретація часткової рівноваги означає рівновагу на окремому ринку, тоді як загальна рівновага передбачає збалансованість на всіх ринках відразу. Проте Курно відкидав можливість дослідження проблем загальної економічної рівноваги з використанням математичного апарату, а зосереджувався лише на частковій рівновазі[1].

Якісний новий рівень концепція рівноваги здобуває завдяки виходу в 1848 р. праці Джона Стюарта Мілля «Основи політичної економії», в якій були закладені засади теорії рівноваги. Також його заслугою було виділення статичних та динамічних аспектів рівноваги[2]. Ідеї теорії рівноваги є актуальними і в контексті дослідження ціноутворення на ринку цінних паперів. На відміну від товарних ринків, де теорія рівноваги розглядається як ключ до встановлення рівноважної ціни, яка задовольняє покупця і продавця, на ринку цінних паперів наявність часткової рівноваги (перебування ринку у відносно рівноважному стані) означає відсутність глибоких коштів та можливість прогнозування його розвитку. Навпаки, розбалансування ринку цінних паперів можна вважати однією з ключових ознак фінансової кризи. На користь цього твердження свідчать факти, що всі кризи кінця XIX – першої половини XX століття починалися з біржової паніки.

Розвиток теорії загальної економічної рівноваги здійснює Леон Вальрас в роботі «Елементи чистої політичної економії, або теорія суспільного багатства», що вийшла двома частинами в 1874 та 1877 роках. У своїй роботі Л. Вальрас сформував основні принципи загальної рівноваги і завдяки розробленій ним моделі довів, що економіка в умовах вільної конкуренції досягає стану рівноваги, який характеризується максимумом індивідуальних функцій корисності при заданих обмеженнях. Розглядаючи обмін товарами, він формулює теорему загальної рівноваги, згідно якої: «Досконала, або загальна рівновага ринку має місце лише в тому випадку, якщо ціна двох будь-яких товарів, одного в іншому, дорівнює відношенню цін і того, й іншого в якому-небудь третьому (товарі)»[3]. У працях Л. Вальраса спостерігається дещо інше концептуальне бачення проблеми рівноваги. Його розуміння «загальної» (або досконалої) рівноваги теж має певну математичну природу, проте пов’язане вже не тільки з однозначністю розв’язку, але й з його стійкістю. Тому у

---

[1] Історія економічних учень : підручник / В. Д. Базилевич, Н. І. Гражевська, Т. В. Гайдай та ін.; За ред. В.Д. Базилевича. – 2-ге вид., виправ. – Київ : Знання, 2005. –Ч. 1. – С. 327–330.

[2] *Милль Д.С.* Основы политической экономии: Пер. с англ. / Под ред. А.Г. Милейковского. – М.: Прогресс, 1980. – С. 496.

[3] *Вальрас Л.* Элементы чистой политической экономии или теория общественного богатства / Л. Вильрас. – М. : Изограф, 2000. – С. 139.

Л. Вальраса ми спостерігаємо третій етап еволюції концепції рівноваги, коли здійснюється акцент вже не тільки на наявність балансу, а на його стабільність.

У кінцевому підсумку ідеї Дж.Міля та А.Маршала стали основою для побудови простих моделей ринкової рівноваги. Визначення та сутність ціни переноситься у площину вже не еквівалентного обміну, а є результатом встановлення ринкової рівноваги. Таким чином, з огляду на дослідження теорій походження ціни, визначення ціни ґрунтується на двох основних підходах: класичному і маркетинговому. Визначення ціни за допомогою вартості властиве класичному підходу. Маркетинговий підхід передбачає, що ціна базується на пошуку оптимальної величини, яка дістала назву рівноважної.

Максимально наближеною до проблем ціноутворення вважається категорія цінності товарів, надання послуг. М.І. Туган-Барановським досліджувалась теорія цінності грошей. Будуючи свою теорію грошей, М.І. Туган-Барановський відзначає вагомий внесок в економічну науку прихильників товарної (як він її сам називає) та кількісної теорії грошей, але разом з тим зауважує, що не одна із них так і не створила систематично розробленої, логічно продуманої теорії цінності грошей.

Непридатність трудової теорії вартості для пояснення цінності грошей, вважає М.І. Туган-Барановський, "виходить вже з того, що цінність мають не тільки металеві гроші, зроблені з матеріалу, що мають трудову цінність, але й нерозмінні паперові гроші, які ніякої трудової цінності в собі не містять"[1]. Суттєвим недоліком товарної теорії грошей, що і приводить її прихильників до неправильних теоретичних висновків, з точки зору М.І. Туган-Барановського, є ствердження нею того, що цінність грошей не має своїх особливих чинників, крім тих, які визначають цінність будь-якого товару. Товарна теорія зосереджує пошуки причин зміни цін завжди на основі товару, а не грошей, а загальний рівень цін вони визначають як функцію ціни кожного окремого товару, що, на думку автора, не може виявити всі фактори цього складного процесу.

Деякі положення його теорії стали важливою складовою кейнсіанства і монетаризму, що ще раз підтверджує їх актуальність і для сьогодення. Його тлумачення факторів цінності паперових грошей та їх сутності, що ґрунтується на синтезі кількісної та його власної "кон'юнктурної" теорії, є якісно новим підходом в економічній науці[2].

Узагальнюючи теорії походження ціни, можна стверджувати, що теоретичною основою ціноутворення є витратні теорії ціноутворення (теорія трудової вартості, теорія витрат, теорія трьох факторів виробництва), які *розглядають формування вартості як основи ціни з точки зору виробників товарів (пропозиції),* та теорія граничної корисності, яка наголошує на споживчу вартість, як основу ціни з позицій споживачів (попиту). З точки зору формування цін на фінансовому ринку та ринку цінних паперів ці теорії мають фундаментальну цінність, оскільки формують саму ідею еквівалентного обміну,

---

[1] *Туган-Бараноеский М. И.* Бумажные деньги и металл / М. И. Туган-Барановский. – пр. – Одесса: Русская культура, 1919. – С. 40.

[2] *Синюченко М.І.* Проблеми цінності грошей у теорії М.І. Туган-Барановського / Синюченко М. І. // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 2(23) – С. 16-22.

при цьому гроші не завжди виступають єдиним еквівалентом, їм можуть бути суб'єктивні поняття цінності і корисності.

Для узагальнення теорій ціноутворення на фінансовому ринку основних теорій походження ціни недостатньо, оскільки останні належать споживчому ринку товарів (послуг). У зв'язку з цим необхідно з'ясувати, які саме теорії фінансового ринку мають зв'язок із походженням цін.

Огляд класичних теорій фінансового ринку (табл. 1.3), які мають зв'язок з ціноутворенням, слід почати з гіпотези ефективного ринку, (далі ГЕР, англ. effective market hypotheses), витоки якої беруть свій початок з робіт французького математика Луї Бушельє на початку XX ст.

Таблиця 1.3

Основні теорії фінансового ринку (початок-кінець XX ст.), пов'язані з походженням ціни

Назва теорії	Засновники теорії	Базові постулати походження ціни
Гіпотеза ефективного ринку	Л.Бушельє,М.Кендалл, С.Гросман, Дж.Е.Стігліц	Ціни відбивають частково або повністю інформацію про ринок
Теорія ефективного ринку	Ю.Фама	Ціни відбивають частково або повністю інформацію про ринок
Теорія раціональних сподівань	Р.Лукас	Доводить можливість передбачати ціни
Альтернативні теорії гіпотезі ефективного ринку: теорія асиметричної інформації «теорія Доу» «хвильова» теорія Ральфа Еліотта	Дж.Акерлоф, М. Спенс, Дж. Стігліц; Ч.Доу, В.Гамільтон, Ч.Рі; Р.Елліот	Доводить роль держави в регулюванні цін; Наголошує на зміні цін за періодами; Доводить коливання цін та їх природу
Теорії, закладенні в основу моделювання цін: - теорія паритету валютного курсу; - теорія спекуляцій - теорія арбітражного ціноутворення	Д. Рікардо, Г. Кассель, І. Фішер, Ф. Хайєк, М. Фрідман; Л. Башельє, М. Осборн С.Рос	Заклали основу для аналізу та економіко-математичного моделювання цін та виявили фактори впливу на ціни (ризики)

Джерело: узагальнено автором на основі *Bachelier, L.,. Théorie de la speculation (in French), PhD Thesis. — NUMDAM: http://www.numdam.org/item?id=ASENS_1900_3_17__21_0, 1900. — ISBN In English in 1971 book 'The Random Character of the Stock Market' Eds. P.H. Cootner. ; Блауг М.* Стиглиц, Джозеф Э. // 100 великих экономистов после Кейнса = Great Economists since Keynes: An introduction to the lives & works of one hundred great economists of the past. — СПб.: Экономикус, 2009. — С. 286-288. — 384 с. — (Библиотека «Экономической школы», вып. 42). Fama E. (1970) Efficient Capital Markets – Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance, 25, pp. 383–423.; Akerlof G.A., Shiller R.J. (2009) Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism, Princeton University Press.; Grossman S., Stiglitz J. (1980) On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. American Economic Review, 70, pp. 393–408.

Надалі вона розроблена в 1950–1960-ті рр. і базується на припущенні, що поточні ціни відображають всю наявну публічну інформацію, тобто враховують і відбивають як загальноекономічну, так і власне цінову історію. Відповідно до ГЕР ринок капіталу є ефективним, якщо він повністю і правильно враховує всю необхідну інформацію при визначенні курсу цінних паперів[1] і чергове цінове зрушення відбувається тільки тоді, коли з'являється нова інформація, на яку всі учасники ринку реагують однаково і миттєво.

Раціональні інвестори фондового ринку виводять формулу вартості кожного окремого цінного паперу, виходячи із загальнодоступної інформації. Велика кількість незалежних оцінок дає в результаті «справедливу» вартість активу, зміна якої є випадковою і непередбачуваною внаслідок положення компаній-емітентів, обумовлених мікро- і макроекономічними факторами. Фактично, ГЕР стверджує, що ринок, за певних обставин, може бути створено помилками багатьох учасників[2].

У середині шістдесятих років XX сторіччя Е.Ф. Фама[3] остаточно формалізував спостереження різних дослідників у новий підхід – теорію ефективного ринку (*Efficient market theory*). Відповідно до постулатів цієї теорії виділяється три рівні ефективності ринку, останній із яких припускає, що в курсі досліджуваного активу закладена вся доступна учасникам ринку інформація. Математично теорія може бути виражена в такий спосіб[4]:

Нехай *{Pt }* – послідовність цін фінансового активу в моменти часу *t = 0, 1, 2,…,* яка має місце в імовірнісному просторі (W,Á,*P*) з виділеним потоком інформації *F = {Át }(t* ³ 0 *)*, де Á*t* – сукупність подій на ринку, які спостерігаються до моменту часу *t* включно, тобто інформація, доступна учасникам ринку до цього моменту часу.

Тут W – простір спроможності ринку; Á – сукупність усіх випадкових подій на фінансовому ринку, тобто вся доступна інформація про ринок; *P* – ціна активу. Зауважимо, що, ціна активу *Pt,* складається залежно від подій Á*t,* які спостерігаються до моменту часу *t* включно (тобто *Pt* – це Á – вимірювана випадкова величина).

На базі понятійного апарату ГЕР, з урахуванням фактору взаємних очікувань економічних агентів, сучасними дослідниками була розроблена динамічна модель кризи на фондовому ринку.

Серед умов ефективного функціонування ринків називаються три:

1) забезпечення повноти ринків;

2) конкурентність поведінки споживачів і виробників;

---

[1] *Бертон М.* Гипотеза эффективного рынка // Экономическая теория / Мэлкиел Бертон ; под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгрейта, П. Ньюмена : пер. с англ. / науч. ред. чл.-кор. РАН В. С. Автономов. – М. : ИНФРА–М, 2004. – XII. – С. 263-273.

[2] Періодичні кризи на фондових біржах з погляду теорій ефективного і фрактального ринків. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.securities.org.ua/securities_journal/review.php?num=46&pub=444 – Назва з титул. екрану.

[3] *Fama E.F.* Enceinte Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work / E. F. Fama. – J. Finance 25, 1970. – P. 12–13.

[4] *Маршалл А.* Принципы экономической науки / А. Маршалл. – пер. с англ. – М. : Прогресс, 1993. – С.145.

3) досягнення стану рівноваги.

Порушення хоча б однієї з цих умов призводить до неефективного розміщення ресурсів, а значить – втрат у суспільному добробуті. За цих обставин втручання держави може підвищити добробут ринкових суб'єктів і суспільства в цілому. Серед зазначених умов ефективності ринків найбільша невизначеність щодо критеріїв її досягнення характерна повноті ринків. Загальний принцип повноти ринків передбачає, що ринки в змозі забезпечити комунікацію між своїми учасниками та їх інформування про можливості укладання взаємовигідних угод, що забезпечують підвищення добробуту обох сторін[1].

Інформаційний аспект у поведінці ринкових суб'єктів займає важливе місце також у теорії раціональних сподівань, розробленій у 1960-1970-ті ХХ ст. американським вченим Робертом Лукасом. Головний постулат цієї теорії полягає в тому, що «оскільки при формуванні своїх сподівань економічні суб'єкти використовують наявну доступну інформацію оптимально (раціонально), то й сподівання їхні слід розглядати як «раціональні»[2]. Важливий висновок теорії раціональних сподівань для державної політики полягає в мінімальному втручанні в роботу ринків, оскільки раціонально діючі економічні суб'єкти в змозі передбачити будь-які рішення влади і відповідним чином адаптувати свою поведінку.

Розглянуті концептуальні підходи до особливостей ціноутворення на фінансових ринках передбачають можливість прийняття ринковими суб'єктами оптимальних рішень з урахуванням рівня їх інформованості відносно цін.

На принципово інших вихідних позиціях ґрунтується теорія асиметричної інформації, започаткована в 1970-ті рр. американськими вченими Джорджем Акерлофом, Майклом Спенсом та Джозефом Стігліцем[3]. Свої теоретичні моделі вони будували з урахуванням неспроможності ринків забезпечити автоматичне врівноваження попиту і пропозиції за допомогою швидкої зміни цін з причин відсутності повної чи надійної інформації та різних інституційних обмежень. Автори теорії асиметричної інформації зробили важливий внесок в обґрунтування завдань держави щодо зменшення цієї вади ринків, у тому числі фінансових.

Таким чином, для сучасних досліджень ціноутворення на фінансових ринках характерним є відхід від уявлень про досконалість (у тому числі інформаційну) ринків та визнання неминучих ситуацій неспроможності ринку, що пояснюють потребу в державному втручанні у процеси ціноутворення.

Основу технічного аналізу цін започаткувала так звана «теорія Доу», в основі якої лежить серія публікацій Чарльза Доу (Charles H. Dow, 1851-1902),

---

[1] *Ледьярд Джон.* Несостоятельность (провалы) рынка // Экономическая теория / Под ред. Дж. Итуэлла, М.Милгрейта, П.Ньюмена: Пер. с англ. / Науч. ред.чл.-корр. РАН В.С.Автономов. – М.: ИНФРА-М, 2004. – XII. – С. 501–508.

[2] *Довбенко М.* Криза економіки – не криза науки : монографія / Михайло Довбенко. – К. : ВЦ «Академія», 2009. – С. 231.

[3] *Довбенко М.* Криза економіки – не криза науки : монографія / Михайло Довбенко. – К. : ВЦ «Академія», 2009. – С. 234.

американського журналіста, першого редактора газети «Wall Street Journal» і одного із засновників компанії «Dow Jones and Co». Вже після смерті Доу теорія була розроблена Вільямом Гамільтоном, Чарльзом Рі і Джорджем[1]. Основними постулатами цієї теорії є:

1) На ринку[2] існує три типи трендів: первинний (або довгостроковий), вторинний (або проміжний) і малий (або короткостроковий).

2) Кожен первинний тренд складається з трьох фаз: фази накопичення, фази участі і фази реалізації. Під час першої фази найбільш проникливі інвестори починають скуповувати (розпродавати) акції всупереч загальній думці ринку. Ця фаза не супроводжується сильними змінами ціни, оскільки кількість таких інвесторів досить мала. У якийсь момент частину ринку вловлює новий тренд і за проникливими інвесторами починають слідувати активні трейдери. Ця фаза супроводжується сильною зміною ціни. Під час третьої фази новий тренд розпізнає весь ринок і починається ажіотаж. У цей момент проникливі інвестори починають реалізовувати прибуток і закривати позиції.

3) Ринок враховує всі новини – ціни акцій швидко реагують на будь-яку нову інформацію. Це відноситься не тільки до фінансових та економічних показників, але і до будь-якої новини взагалі.

4). Біржові індекси повинні бути узгоджені[3].

5) Тренди підтверджуються обсягами торгів. Доу вважав, що для розпізнавання тренда необхідно враховувати обсяги торгів. Зміна цін акцій при малому об'ємі торгів може бути пояснена безліччю різних причин і не характеризувати поточний тренд. Якщо ж зміна ціни відбулося на тлі великих обсягів торгів, то це відображає реальну ситуацію на ринку і характеризує розвиток поточного тренда або новий тренд.

6) Тренди діють до тих пір, поки не з'явиться однозначний сигнал про припинення[4].

Характер поведінки ринкових цін описує так звана «хвильова» теорія Ральфа Еліотта, яка реалізує принцип хвилі, згідно з яким рух цін на фінансових ринках складається з постійно повторюваних циклів. Типовим циклом вважається послідовність п’яти хвиль на стадії зростання ціни з подальшими трьома хвилями на стадії спаду. З практичної точки зору реалістичнішою є так звана «теорія ходіння навмання», або «теорія випадкового кроку» («Random Walk Theory»), згідно з якою курси акцій

---

[1] Основные постулаты теории Доу. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://library.kiwix.org/wikipedia_uk_all/A/%D0%A2%D0%B5%D0%BE%D1%80%D1%96%D1%8F%20%D0%94%D0%BE%D1%83.html – Название с титул. экрана.

[2] Це стосується в основному фондового ринку

[3] Дане твердження відноситься до промислового індексу Доу-Джонса і транспортного індексу Доу-Джонса. Згідно теорії Доу, поточний тренд і сигнали до зміни тренда повинні підтверджуватися обома індексами. При цьому допускається деяка розбіжність в часі сигналів, тобто один з індексів може подати сигнал про зміну тренда раніше іншого.

[4] Це твердження слід розуміти таким чином: тренд має тенденцію до продовження, і зміни цін, не відповідні тренду, в разі непевності, необхідно інтерпретувати як тимчасове коригування, а не як зміну тренда.

змінюються безсистемно незалежно від історичних змін, тому їх не можна передбачити на підставі кон'юнктурних даних минулих часів. На думку прихильників цієї теорії, ціни швидко і достатньо поглинають всю можливу інформацію стосовно будь-яких чинників ринку цінних паперів і не залежать від попередньої динаміки. Коливання цін має суто випадковий характер, тож отримання арбітражного прибутку шляхом прогнозування на підставі інформації минулих періодів неможливе.

Спроби аналізу та прогнозування цін здійснювалися давно. Однією з перших теорій на валютному ринку є теорія паритету купівельної спроможності, розроблена ще в XVI столітті, яка була предметом дослідження Д. Рікардо[1] та інших відомих економістів. Відповідно до цієї теорії ціна товару в одній країні повинна відповідати ціні на такий самий товар в іншій країні, перерахована за поточним курсом. Надалі теорію паритету купівельної спроможності валют розвивав шведський учений Г. Кассель у 20-х роках XX сторіччя, запропонувавши використовувати поняття "товарний кошик". Прихильниками такого підходу були відомі економісти І. Фішер, Ф. Хайєк, М. Фрідман.

Існують також і пізніші теорії, наприклад, «теорія спекуляцій». Її автором є Л. Башельє, який провів свої спостереження за цінами на Паризькій біржі на початку XX століття. Він виявив певні тенденції, за якими запропонував розглядати процес зміни цін акцій як випадковий та вивів певну математичну залежність, яку в подальшому формалізував М. Осборн [2]. У статті про броунівський рух на ринку в 1964 р. М. Осборн запропонував модель, у якій зміни цін на ринку еквівалентні броунівському руху частки в рідині. Заключним і найбільш значущим висновком М. Осборна було те, що цінові зміни незалежні. Таким чином, не варто очікувати нормального розподілу цих змін, зі стійким середнім значенням і кінцевою дисперсією. Зазначена умова дозволила застосувати до прогнозування ринків статистичний аналіз і величезну кількість моделей і методів, заснованих на ньому.

У 1976 р. американський економіст Стефан Росс запропонував теорію арбітражного ціноутворення (The Arbitrage Pricing Theory – APT) як альтернативну версію моделі оцінки капітальних активів, яка довела зв'язок між дохідністю і ризиком за цінними паперами[3]. С. Росс у своїй концепції стверджує, що існує певна кількість факторів, які мають вартісну оцінку, що впливають на ставку очікуваного доходу за цінним папером. Якщо з якихось причин ці фактори не можуть чинити свій вплив, то на ринку капіталів створюються можливості для арбітражних операцій[4]. Якщо такої можливості

---

[1] *Рикардо Д.* Сочинения. Т.1. / Д. Рикардо. – М. : Соцэкгиз, 1955. – Т.1. – 1955. – С. 120 с.

[2] Osborne. The Random Character of Stock Market Prices /Osborne, M. F. M. "Brownian Motion in the Stock Market" in P.Coother, ed. – Cambridge : MIT Press, 1964. – P. 86.

[3] Теорія арбітражного ціноутворення. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://buklib.net/component/option,com_jbook/task,view/Itemid,99999999/catid,139/id,4416/. – Назва з титул. екрану.

[4] Під арбітражними слід розуміти операції з продажу цінного папера за вищою ціною з одночасною купівлею, але за нижчою ціною (або навпаки), які забезпечують одержання при цьому безризикового доходу.

немає, то очікувана дохідність цінного паперу є функцією безризикової процентної ставки і різноманітних факторів, кожний з яких визначений ринковою ціною.

На основі теорії арбітражного ціноутворення виведена економіко-математична модель С.Росса, яка діє на ринку капіталів:

$$\mathbf{E(R1) = Rf + b1\ FRP1 + b2\ FRP2 +... + bn\ FRPn,} \quad (1.1)$$

де **E(R1)** – очікувана дохідність цінного паперу;

Rf – ставка доходу за безризиковим цінним папером;

b1 – bn – систематичний ризик, що виражає чутливість до факторів;

FRP1 – FRP2 – факторна ринкова ціна ризику (або премія за ризик).

У моделі арбітражного ціноутворення міститься набір різноманітних джерел системного ризику, що дозволяє враховувати чинники, які специфічні для певного сегменту, галузі. Зазвичай обирають п’ять чинників, які впливають на рівень цін, серед яких найчастіше трапляються такі: зміни в рівні промислового розвитку (або ВВП); зміни в темпах інфляції; структура процентних ставок; різниця в дохідності низькоризикових і високоризикових корпоративних облігацій; довгострокові інфляційні очікування.

У розвиток теорії походження цін на фінансовому ринку внесли свій внесок сучасні науковці – нобелівські лауреати. Так, Уільям Шарп[1] і Джеймс Тобін[2] запропонували власні моделі ціноутворення на фінансових ринках:

Уїльям Шарп – американський економіст, який разом із Мертоном Міллером та Гаррі Марковіцем у 1990 році отримав Нобелівську премію з економіки «за внесок до теорії формування цін фінансових активів». У. Шарп був одним із дослідників, роботи якого з аналізу формування цін на фінансові активи призвели до створення моделі ціноутворення для капітальних активів – модель CAPM. Ця модель ціноутворення стала основою сучасної теорії ціни для фінансових ринків, вона засновується на принципі, що індивідуальний інвестор може обрати ступінь ризику за допомогою співвідношення своїх активів і пасивів і, відповідно, вибору структури свого портфеля ризикованих цінних паперів.

Американський економіст Джеймс Тобін отримав Нобелівську премію з економіки у 1981 році «за аналіз стану фінансових ринків та їх вплив на політику прийняття рішень в сфері витрат, аналізу стану безробіття, виробництва та цін». Він запропонував для оцінки фінансового капіталу використовувати певний показник, названий коефіцієнтом Тобіна – це відношення ринкової вартості акцій до балансової вартості акцій компанії. Коефіцієнт Тобіна визначає, що зміна ринкових цін буде виражена зміною витрат та капіталовкладень, хоча практичний досвід доводить, що його відкриття не досить доцільні, тому що фірми при прийнятті інвестиційних

---

[1] Шарп Уильям. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://jur.vslovar.org.ru/18688.html. – Назва з титул. екрану.

[2] Джеймс Тобин. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ru.wikipedia.org/wiki/Коэффициент_Тобина.

рішень, не керуються змінами ринкових цін, а досліджують поточну вартість очікуваних доходів і майбутні ставки відсотків[1].

Таким чином, досліджені нами теоретичні основи методології ціноутворення на фінансових ринках дали можливість сформулювати такі висновки:

- теоретичні основи походження цін на фінансовому ринку слід пов'язувати з класичними підходами до її визначення та теоріями, покладеними в основу функціонування, розвитку і прогнозування фінансового ринку, що дозволяє забезпечити індивідуальний підхід до ціноутворення на окремих сегментах ринку, не порушуючи, при цьому, цілісного системного підходу до ціноутворення як економічного процесу;

- ціна в умовах ринку є мірою вартості фінансового товару та формується внаслідок збалансування попиту і пропозиції під дією різноманітних факторів, у тому числі суб'єктивної оцінки цінності і корисності учасниками фінансового ринку. Необхідно зазначити, що всі ці фактори можуть як підвищувати, так і знижувати рівень ціни;

- методологічною основою процесу ціноутворення на фінансовому ринку є класичний підхід, який дозволяє визначити концептуальні основи визначення ціни з позицій теорії вартості та маркетинговий підхід, який є основою розробки політики ціноутворення на фінансові товари та послуги, відповідного методичного забезпечення цього процесу.

1.3. Механізм формування цін на фінансові інструменти

Нові умови функціонування фінансових і товарних ринків у розвинених країнах ринкової економіки, в тому числі, в Європі, призвели до потужного інноваційного прориву у розвитку теорії та практики ціноутворення. Ці фінансові інновації стосуються як фінансових продуктів, так і реалізації цінових ініціатив для задоволення цілей фірми, використовуючи ринкові переваги.

Особливості формування цін у національних економіках країн пов'язані, перш за все, з функціонуванням сучасного ринкового середовища, яке включає два основні сегменти: споживчий ринок товарів і послуг і фінансовий ринок товарів, послуг та інших продуктів. При цьому ці сегменти взаємопов'язані між собою, функціонують на певній методологічній основі ціноутворення і мають свою специфіку у встановленні ціни.

На споживчому ринку товарів і послуг ціна визначається основними вартістноутворюючими чинниками – витратами та корисністю. Фінансовий ринок виступає як первинна категорія, що зумовлено його економічною сутністю як основної форми прояву вартісних категорій у процесі формування економічних фінансових відносин. На ньому відбувається суспільне визнання

[1] *Ковальчук В.* Джеймс Тобін, або економіка з точки зору кейнсіанця / В. Ковальчук // Вісник ТНЕУ. – 2007. – № 3. – С. 159–163.

товарів і послуг банків, при цьому ціна забезпечує формування відповідних економічних відносин між його суб'єктами в процесі купівлі-продажу фінансових інструментів, чи прав на них, а також зв'язок між їх створенням (виробництвом) і використанням (споживанням)[1].

Системі ціноутворення та механізму її забезпечення на ринку споживчих товарів(послуг) присвячені дослідження як російських (Васильєва В.К., Ведернікова В.И., Дмітрієва А.Д[2]., Салімжанова М.К[3], Базднікіна А.С. [4]), так і українських вчених Корінєва В.Л.[5], Павленка А.Ф.[6] та інших. Узагальнюючи ці дослідження, слід відмітити такі основні методологічні підходи до ціноутворення в реальному секторі економіки, на ринку споживчих товарів і послуг:

1) Ціна як економічна категорія базується на основних теоріях ціноутворення. Вона є мірою грошової вартості всіх споживчих товарів і послуг. Ціна окремого товару може відхилятися від його вартості під дією впливу ринкових факторів.

2) Всі ціни поділяються на ціни внутрішнього ринку та світові ціни. Внутрішні ціни класифікуються за ознаками, базуються на єдиній методологічній основі і складають систему цін. Світові ціни – це ціни, за якими товари реалізуються на світовому ринку.

3) Методологічну основу ціноутворення складають принципи, методи та методики (способи) ціноутворення.

4) Етапи ціноутворення пов'язуються з конкретними типами ринків, на яких реалізуються товари (надаються послуги): олігополістичним, монополією, ринком досконалої конкуренції, ринком монополістичної конкуренції. Відповідно до цих особливостей реалізуються тактичні і стратегічні цілі фірми та політика ціноутворення.

5) Визначальна роль в регулюванні процесів ціноутворення належить державі, яка впливає на ціни прямим, опосередкованим та непрямим шляхом.

6) Особливості ціноутворення пов'язуються з окремими видами економічної діяльності та сферою їх реалізації.

Що стосується фінансового ринку та, зокрема, ринку цінних паперів, то дослідження процесів ціноутворення на них донині носять переважно фрагментарний характер. Так, формуванню курсів валют (курсоутворенню) на

---

[1] *Кузнєцова Л.В.* Ціноутворення в банківській справі : підручник / Л.В. Кузнєцова, Л.В. Жердецька. – Одеса : Видавництво «Атлант», 2008. – С.19.

[2] Цены и ценообразование: учебник / Васильева Е.К., Ведерникова Н.И., Дмитриев А.Л. и др.; Под ред. В.Е.Есипова. - 4-е изд.,перераб.и доп. – СПб.: Питер, 2004. – С.28–42.

[3] Цены и ценообразование: учебник для вузов / Под ред. И.К. Салимжанова. – М.: ЗАО «Финстатинформ», 2001. – С 26.

[4] *Баздникин А.С.* Цены и ценообразование : учебник и практикум для академического бакалавриата / А.С. Баздникин. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Издательство Юрайт ; ИД Юрайт, 2014. – С. 24–25.

[5] *Корінєв В.Л.* Маркетингове ціноутворення на підприємстві : дис. ... д-ра экон. наук : 08.06.01 «Економіка, організація і управління підприємствами» / Корінєв Валентин Леонідович ; Київський національний економічний університет. – К., 2003. – С. 386–387.

[6] *Павленко А.Ф.* Маркетингова політика ціноутворення : монографія / А.Ф. Павленко, В.Л. Корінєв. – К.: КНЕУ, 2004. – 332 с.

валютному ринку присвячені праці Т.В. Буя[1], Я.В. Белінської[2], О.І. Береславської[3], О.І. Барановського[4]. Ціноутворенню на основні фінансові інструменти присвячені дослідження Л.С. Селіверстової[5], ціноутворенню на банківські послуги дисертаційна робота Л.В. Жердецької[6]. Проте комплексного підходу до формування системи цін та їх методології не існує. Це обумовлено, насамперед, складністю, багатогранністю функціонування та взаємодії економічних агентів на фінансовому ринку в процесі купівлі-продажу фінансових товарів і послуг. Крім цього, сам фінансовий товар не упорядкований і як роздрібний фінансовий продукт має структуровану природу походження. У зв'язку з недостатнім вивченням процесів ціноутворення на фінансовому ринку, необхідність систематизації цін та дослідження механізму ціноутворення на ньому є очевидним.

Як уже зазначалося, формування цін та ціноутворення на фінансовому ринку обумовленні різноманітністю сфер торгівлі фінансовими ресурсами (на ринку представлений біржовий та позабіржовий сегмент), дворівневою системою реалізації базових активів (розміщення базових активів на первинному ринку та реалізація їх на вторинному ринку), специфікою субринків (ринок цінних паперів,кредитний ринок, ринок фінансових послуг та ін.), які входять у структуру фінансового ринку як сегменти, різноманітністю форм фінансових ресурсів, які реалізуються як основні, похідні структуровані фінансові інструменти. Ціноутворення на фінансовому ринку базується на процесах встановлення цін на фінансові товари та, частково, фінансові послуги та характеризується різними формами, методами і способами.

Сутність фінансових товарів, на відміну від споживчих товарів, визначається: по-перше, зменшеною уречевленою складовою в них(на відміну від споживчих товарів); по-друге, – їх, переважно тимчасовим, перебуванням у споживача, а споживання, зазвичай, супроводжується наданням фінансових послуг. Тому, коли йдеться про фінансовий товар на фінансовому ринку, який реалізується вроздріб, то йдеться, як правило, про складний роздрібний структурований фінансовий продукт.

Саме такі особливості та відповідні ознаки покладені нами в основу класифікації цін на фінансовому ринку (рис.1.8)

---

[1] *Буй Т. В.* Реальний валютний курс та фактори його стабільності: дис... канд. екон. наук: 08.04.01 «фінанси, грошовий обіг і кредит» / Ву Тхе Буй ; НАН України; Інститут економічного прогнозування. – К.: 2004. – 242 с.

[2] *Белінська Я.В.* Валютно-курсове регулювання: проблеми теорії і практики: монографія / Я.В. Белінська. – К.: 2007. – 372 с.

[3] *Береславська О.І.* Валютна політика України: теорія та практика: :монографія / О.І.Береславська. – Ірпінь: 2010. – 329 с.

[4] *Барановський О.І.* Актуальні проблеми функціонування валютних ринків / О.І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – №4. – С.13–32.

[5] *Селіверстова, Л.С.* Методи та критерії формування дивідентної політики / Л.С. Селіверстова // Актуальні проблеми економіки. – 2007. – №12. – С. 117–124.

[6] *Жердецька Л. В.* Механізм трансфертного ціноутворення в банку : дис... канд. наук: 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Лілія Вікторівна Жердецька ; ДВНЗ «Одеський державний економічний університет». – Одеса: – 2009. – С. 218.

Рис. 1.8. Загальна класифікація цін на фінансовому ринку
Джерело: узагальнено автором

Усі ціни на фінансовому ринку, на нашу думку, слід класифікувати на ціни внутрішнього (національного) фінансового ринку, ціни зовнішнього (світового ринку) та внутрішньо фірмові (трансфертні ціни).

Внутрішніми слід вважати ціни, які формуються на єдиній методологічній основі і базуються на величині вартості національних фінансових ресурсів (послуг) і залежать від :грошово-кредитної політики ;конкуренції на фінансовому ринку; податкової політики; інноваційно-інвестиційної політики; інфляційних процесів;державної регуляторної політики як центрального банку, так і спеціальних регуляторів, інше.

До зовнішніх слід віднести ціни, які встановилися внаслідок конкуренції на міжнародному фінансовому ринку внаслідок глобалізаційних, інтеграційних процесів і залежать від стану національних грошових одиниць країн, які конкурують між собою, рівня імпортованої інфляції, обсягу зовнішньоторговельних операцій і інше. Як правило, це ціни на фінансові товари (послуги), які обслуговують зовнішньоекономічні фінансові операції.

Важливість трансфертного ціноутворення обумовлена тим, що великі вітчизняні організації (промислово-фінансові групи, транснаціональні корпорації, банки) із децентралізованою структурою почали активно використовувати механізм трансфертного ціноутворення для підвищення ефективності своєї діяльності. Крім цього експансія міжнародного капіталу привносить на основі трансфертного ціноутворення нові методи управління потоками інформаційних і фінансових ресурсів.

Теорія та практика трансфертного ціноутворення досліджувалась як зарубіжними, так і вітчизняними вченими: теоретичні основи щодо використання трансфертного ціноутворення як в реальному секторі економіки, так і в фінансовому ґрунтовно досліджувалися російськими науковцями

Н.Х. Вафіною[1], А.В. Зубарєвим[2], Р.Г. Ольховою[3], М.В. Румянцевим[4]; концептуальним засадам трансфертного ціноутворення присвячені дослідження наших українських учених Н.П. Шульги[5] та К. Жидко[6]; методика оцінки основних фінансових операцій комерційного банку за допомогою системи трансфертного ціноутворення розглядалася С. Соколовським[7]; механізму трансфертного ціноутворення в банку присвячена дисертація Л.В. Жердецької[8]. Л.В. Жердецької[8].

Узагальнення результатів досліджень американських та західноєвропейських учених[9,10] засвідчує індивідуалізацію підходів до дослідження трансфертних цін у загальній системі ціноутворення. Трансфертна ціна – це ціна, яка встановлюється на будь-який об'єкт торгівлі між взаємопов'язаними компаніями чи структурними підрозділами однієї компанії. Отже, на думку автора, трансфертне ціноутворення повинно розглядатися як внутрішньо фірмове, специфічне ціноутворення в межах організації, де прийняття економічних рішень, зокрема в процесі визначення рівня цін, залежить від ступеня економічної свободи підрозділів.

Зважаючи на те, що торгівля фінансовими ресурсами як товаром може здійснюватися у різних сферах і на різних сегментах фінансового ринку (за результатами досліджень у попередньому розділі), найбільш загальною класифікацію цін на фінансові ресурси, вважаємо можливість групування їх за такими наступними ознаками, які їх характеризують:

1) За групами фінансових ресурсів: ціни на кредитні ресурси; ціни на інвестиційні ресурси; ціни на грошові ресурси.

2) За сегментами торгівлі: ціни на основні фінансові ресурси; ціни на фінансові деривативи; ціни на комбіновані фінансові продукти.

---

[1] *Вафина Н. Х.* Трансфертное ценообразование: зарубежный опит / Н.Х. Вафина // Финансы и кредит. – 2003. – № 9. – С. 30–36.

[2] *Зубарев А.В.* Внутренний хозрасчет в банке, трансфертное ценообра-зование / А.В. Зубарев // Банковское дело (рус.). – 2001. – № 1. – С. 14–18.

[3] *Ольхова Р.Г.* Трансфертное ценообразование в системе управления доходностью банка/ Р.Г. Ольхова // Банковские услуги (рус.). – 2001. – № 7. – С. 34–48.

[4] *Румянцев М. В.* Вопросы методологии и методики трансфертного ценообразования/ М.В. Румянцев // Банковские услуги (рус.) – 2004. – № 2. – С. 5–12.

[5] *Шульга Н. П.* Трансфертне ціноутворення як інструмент бюджетування комерційного банку / Н.П. Шульга // Проблеми і перспективи роз-витку банківської системи України. – Суми: Мрія ЛТД, 2002. – Т. 5. – 288 с.

[6] *Жидко К.* Теоретичні основи побудови системи трансфертного ціноутворення у банку / К. Жидко // Вісник Національного банку України. – 2005 р. – № 1. – С. 52–56.

[7] *Соколовський С.* Методика оцінки основних фінансових операцій комерційного банку за допомогою системи трансфертного ціноутворення / С. Соколовський // Вісник Національного банку України. – 2000. – № 8. – С. 31–33.

[8] *Жердецька Л. В.* Механізм трансфертного ціноутворення в банку : дис... канд. наук: 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Лілія Вікторівна Жердецька ; ДВНЗ «Одеський державний економічний університет». – Одеса. – 2009. – С. 218.

[9] *Drury C.* Management and Cost Accounting. Fourth edition / *Colin Drury.* – London: International Thomson Business Press, 1996. – 928 p.

[10] *Tang R.* Transfer Pricing in the 1990's / *R. Tang* // Management Accounting (USA). – 1992. – February. – P. 22–26.

3) За формою вираження :в абсолютному вираженні (тариф); у відносному вираженні (відсоток, курс, комісія).

Тоді, якщо фінансові ресурси реалізуються через різні форми фінансових інструментів, доцільно загальну класифікацію цін на фінансові інструменти фінансового ринку. Тут має місце, на нашу думку, поглиблена їх диференціація, групування їх за окремими ознаками (табл.1.4).

Таблиця 1.4

Групування цін на фінансові інструменти за ознаками

Ознака	Вид ціни
За економічною сутністю фінансового інструменту	- ціни, які виникають унаслідок базових зобов'язань; - ціни на інструмент капіталу
За гарантованим рівнем дохідності	- ціни на фінансові інструменти з фіксованим доходом; - ціни на фінансові інструменти з невизначеним доходом; - ціни на фінансові інструменти з низьким рівнем доходу
За рівнем ризику фінансових інструментів	- ціни на фінансові інструменти з низьким рівнем ризику; - ціни на фінансові інструменти з середнім рівнем ризику; - ціни на ціни на фінансові інструменти з високим рівнем ризику
За формою організації торгівлі фінансовими інструментами	- біржові, або такі, які реалізуються на організованому ринку; - позабіржові, або такі які реалізуються за спекулятивними цінами; - ціни посередників
За формою реалізації : - реалізуються всередині країни; - реалізуються за межами країни; - внутрішньо фірмові ціни	- внутрішні, імпортні ціни; - міжнародні, експортні ціни; - трансфертні ціни
За призначенням щодо використання фінансових інструментів	- інвестиційні; - інноваційні; - інформаційні
За терміном реалізації фінансових інструментів	- ціни, з негайною реалізацією угод; - ціни, згідно реалізації угод у майбутньому

Джерело: узагальнено автором

Таким чином, є підстави стверджувати, що на фінансовому ринку діє система цін, яка поділяється на ціни внутрішнього та ціни зовнішнього ринків, і яка відрізняється від системи цін на споживчому ринку товарів і послуг характеристиками фінансових товарів (послуг), сферами торгівлі, сферами використання, ціновими формами вираження. Крім цього, диференційований підхід до групування цін за ознаками дає можливість поглибленої систематизації цін на окремому сегменті фінансового ринку, окремій фінансовій компанії чи установі.

Глобалізаційні процеси, які не лише кількісно, а й якісно змінюють систему економічних відносин, помітно впливають на структуру світового фінансового ринку і, відповідно, з'являються нові продукти, нові фінансові

центри. Крім цього, завдяки розвитку сучасних технологій, сформована єдина світова фінансова мережа, провідними фінансовими центрами якої є[1]: 1) в Європі: Лондон, Париж, Цюріх, Франкфурт-на-Майні тощо; в Північній Америці: Нью-Йорк, Лос-Анджелес, Чикаго тощо; 2) в Азії: Токіо, Сінгапур, Гонконг, Шанхай, Дубаї тощо; 3) в Австралії, Африці та Південній Америці: Сідней, Йоганнесбург, Сан-Паулу тощо. Така глобалізація дозволяє суб'єктам проводити свою інвестиційну діяльність не тільки на внутрішньому, але й на зовнішньому ринках. Поєднуючись з внутрішньоєвропейськими інтеграційними процесами, вони ведуть до створення специфічної ситуації на фінансових ринках окремих країн, у тому числі й України.

Бурхливий розвиток світового фінансового ринку в другій половині XX століття супроводжувався його інституціоналізацією, що значною мірою пов'язано із активною діяльністю фінансових посередників, розширенням їх функцій у процесах ціноутворення. Нині, в умовах розвиненого світового фінансового ринку, поступово сформувалися відносини, за яких фінансові ресурси почали обертатися всередині самого ринку (самозадовільняти ринок), а не спрямовуватися в економіку. Утворилася, так звана фінансова економіка, тобто, економіка всередині фінансового ринку. Отримані у такий спосіб доходи суб'єктів фінансового ринку набувають все більше спекулятивного характеру та формують переважно фіктивні капітали. З огляду на такі особливості існування світових фінансових ринків, все більша відповідальність лягає на суб'єктів фінансового ринку – прямих чи опосередкованих учасників ціноутворення, які формують попит і пропозицію на фінансові ресурси, а отже і ціни на них (рис.1.9).

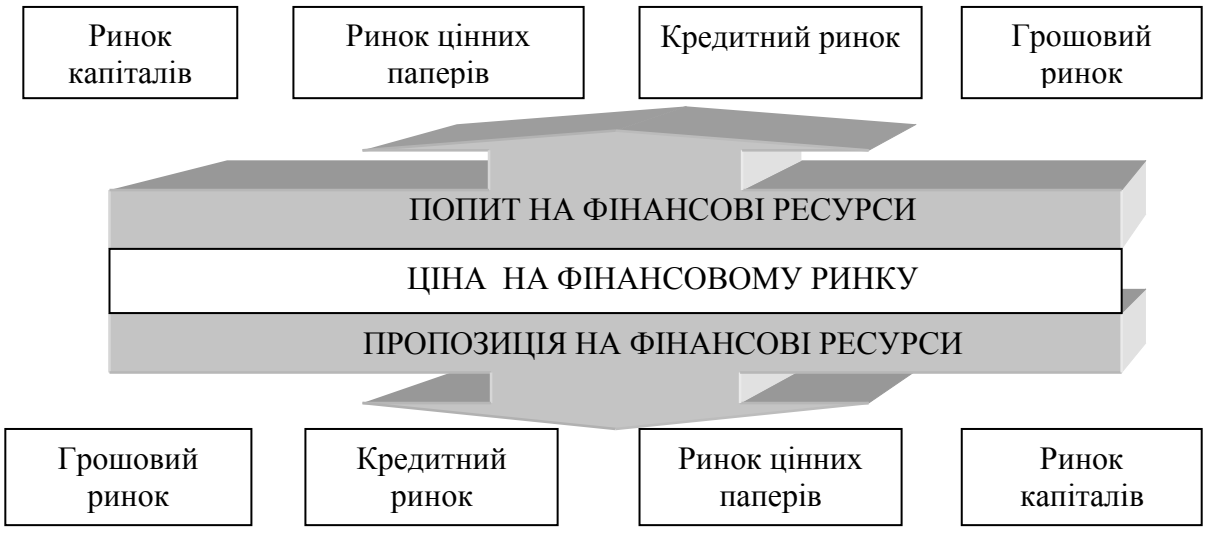


Рис. 1.9. Взаємодія попиту і пропозиції при встановлені ціни на фінансовому ринку

Джерело: побудовано автором

[1] Международные финансовые центры и их роль в развитии мировой экономики : [аналитический обзор]. – М.: Финансовый университет при Правительстве Российской ЕКОНОМІКА, 2012. – 444 с.

Взаємодія учасників фінансового ринку відбувається через механізм опосередкованого фінансування, який функціонує завдяки інституційній структурі фінансового ринку. Опосередковуючи взаємодію економічних агентів і забезпечуючи рух фінансових ресурсів, ця структура акумулює вільні кошти відокремлених власників капіталу шляхом емісії та продажу власних фінансових активів, а потім інвестує їх від свого імені у фінансові інструменти, емітовані переважно інститутами нефінансової сфери, що діють у межах реального сектору економіки. Таким чином, інституційна структура реалізує в межах фінансового ринку функції фінансового посередництва. Складові інституційної структури – фінансові інститути, з точки зору економічної теорії, здійснюють інституціоналізовані функції в межах ринкового середовища, тобто структурують і упорядковують взаємодії економічних агентів і у такий спосіб сприяють їх ринковій координації[1].

Інституційна структура фінансового ринку відіграє важливу роль в економічних перетвореннях, що відбуваються в сучасних умовах. Як регулятор грошового обігу, центр акумуляції та перерозподілу фінансових ресурсів вона забезпечує функціонування ефективного механізму стимулювання розвитку інвестиційної, виробничої сфери економіки, системи суспільно-економічних відносин, а також можливість прискореної модернізації національної економіки.

У той час, як однією з головних проблем, що стоять перед нашою державою, є формування нового, ринкового механізму мобілізації коштів для фінансування інвестицій у реальний сектор економіки, саме інституціональна структура фінансового ринку стає єдиним потужним джерелом інвестиційних ресурсів, забезпечуючи ефективне акумулювання коштів та економічно доцільне задоволення інвестиційного попиту економічних агентів на ресурси як короткострокового, так і довгострокового характеру.

У широкому розумінні інституційна структура являє собою сукупність фінансових інститутів, що об’єднані стійкими взаємозв’язками і активно беруть участь у економічних відносинах з приводу купівлі та продажу фінансових активів[2]. Сучасна інституціональна структура фінансового ринку складається з бірж, банків, брокерських фірм, системи міжбіржових і міжброкерських (міждилерських) зв’язків, інвестиційних фондів[3].

Наявність фінансових інститутів, які здійснюють трансформацію грошових потоків у межах ринку, дає змогу подолати суперечність між потребами суб'єктів господарювання та обмеженими можливостями індивідуальних інвесторів, що зумовлена як часовим фактором, так і заощаджувальним потенціалом окремих власників капіталу[4].

---

[1] *Шелудько В.М.* Фінансовий ринок: навч.посіб. / В.М. Шелудько. – 2-е вид., виправ. і допов. – К.: Знання-Прес, 2003. – С.14.

[2] *Вірченко В.В.* Фінансово-інституційні чинники модернізації національної економіки / В.В.Вірченко // Фінанси України. – 2012. – №8. – С.23.

[3] *Федоренко В.Г.* Інвестознавство: підручник. / В.Г. Федоренко. – 3-тє вил., допов. – МАУП, 2004. – С. 139.

[4] *Базилевич В.Д.* Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах / В.Д.Базилевич // Фінанси України. – 2009. – №12. – С.5–10.

Інституційна структура на сьогодні забезпечує ефективне і стабільне функціонування фінансового ринку, встановлення взаємозв'язків між його розрізненими базовими суб'єктами, фактично утворюючи його ядро. Здійснюючи діяльність у рамках інституційної структури, фінансові інститути сприяють прискоренню кругообігу капіталу. Абстрагуючись від специфіки фінансових операцій і структури фінансових послуг, які надають конкретні фінансові організації, можна стверджувати, що фінансові інститути з точки зору економічної теорії здійснюють інституціоналізовані функції в рамках фінансового ринку – структурують взаємодії економічних агентів і в такий спосіб сприяють їх ринковій координації[1].

Ефективність формування цін та їх реалізації на фінансовому ринку залежить від розгалуженої мережі взаємозв'язків, які встановлюються в процесі купівлі – продажу фінансових товарів і послуг. Процес формування цін на будь-який товар чи послугу на фінансовому ринку – багатофакторний. Це обумовлено, передусім, складною внутрішньою структурою фінансових інструментів, фінансових послуг, які реалізуються на фінансовому ринку, різноманітними учасниками та особливістю інфраструктури фінансового ринку, від якої залежить регулювання цінової політики інститутів фінансового ринку.

Фінансовий ринок як сукупність суспільно-економічних відносин, обумовлених купівлею і продажем фінансових активів, забезпечує в межах економічної системи рух фінансових ресурсів від інвесторів до емітентів цих активів. Відносини між інвесторами та емітентами на фінансовому ринку можуть реалізовуватися як прямо (за участі інфраструктурних учасників ринку), так і опосередковано (за участі фінансових інститутів) (Рис. 1.10).

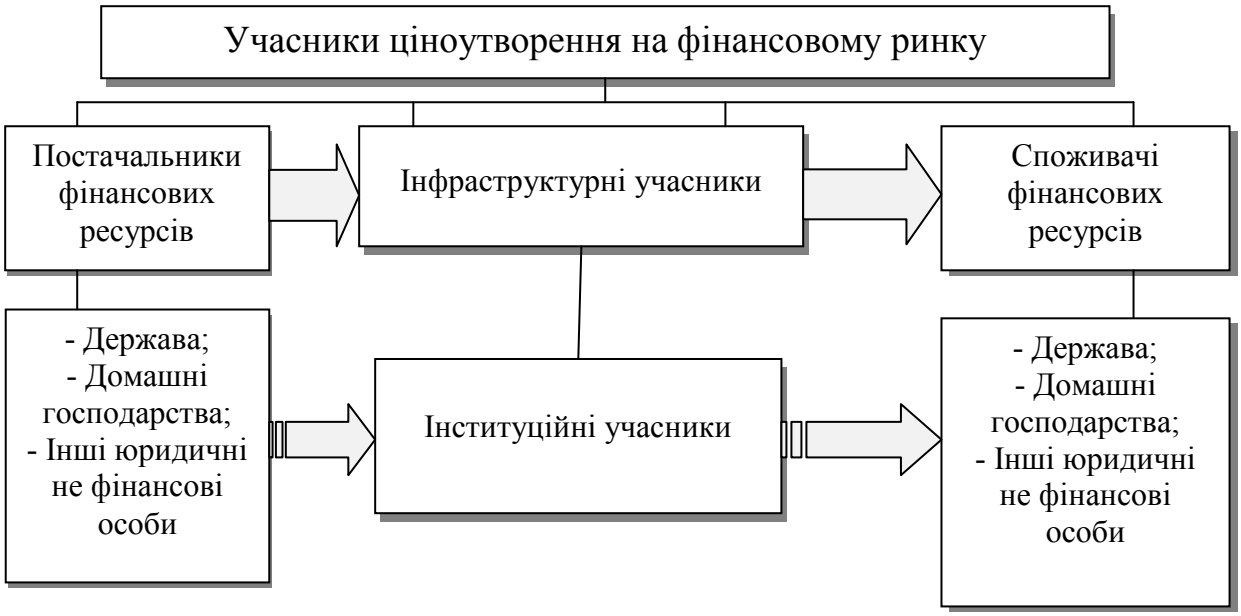


Рис. 1.10. Схема процесу ціноутворення на фінансовому ринку
Джерело: побудовано автором

[1] *Герасимчук З.В.* Небанківські інвестиційні інститути: проблеми та перспективи розвитку / З.В. Герасимчук, Ю.А. Подерня-Масюк [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/en_oif/2009_6_2/7.pdf

Виокремлення на рис.1.10. одних і тих самих інституційних одиниць у групі постачальників і споживачів можна пояснити взаємопов'язаністю їх фінансових потреб: у одних – із розміщенням фінансових ресурсів, а в інших – із їх залученням (запозиченням). У першому випадку інститути інфраструктури є технічними посередниками, котрі допомагають економічним суб'єктам знайти контрагентів угоди, які бажають придбати чи продати фінансові активи, фактично не опосередковуючи взаємодії суб'єктів ринку, а лише пришвидшуючи її проведення[1].

Фінансовий ринок через процеси ціноутворення задовольняє потреби учасників угод – постачальників (продавців) і споживачів (покупців) фінансових ресурсів через ціновий механізм. Безумовно, що рух фінансових ресурсів від постачальників до споживачів повинен бути з найменшими транзакційними витратами і відбуватися за допомогою спеціальних учасників (фінансових посередників), які надають відповідні послуги іншим учасникам та один одному.

Домогосподарства, зазвичай, займають домінуюче положення серед постачальників як за обсягами інвестиційних можливостей, так і за обсягами індосаментних угод. Серед споживачів ресурсів домашні господарства представлені як клієнти фінансових посередників, які задовольняють свої потреби, наприклад, в отриманні споживчого чи інших видів кредиту. Держава в цьому випадку виступає як звичайний учасник ринку і, як правило, як постачальник капіталів. Як споживач капіталу вона може виступати у випадку залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел (наприклад, при дефіциті бюджету).

Фінансові посередники, як зазначалося вище, це і постачальники, і споживачі фінансових ресурсів. Роль фінансових посередників як інституційних одиниць є дуже важливою складовою процесів ціноутворення і в умовах сьогодення набуває все більш важливого значення.

Отже, ефективність формування цін та їх реалізації на фінансовому ринку залежить від розгалуженої мережі взаємозв'язків, які встановлюються в процесі купівлі – продажу фінансових товарів і послуг. Робота з такою специфічною формою товару на фінансовому ринку як фінансовий інструмент передбачає наявність каналів, за якими грошові кошти (фінансові активи) переміщуються від власників заощаджень до користувачів коштів. Це значною мірою передбачається рівнем розвитку інфраструктури фінансового ринку та якістю взаємодії операторів фінансового ринку і інституціональних інвесторів з її елементами.

В рамках інфраструктурної складової окреслюються її основні підсистеми, без яких процеси ціноутворення на фінансовому ринку не є ефективними та регульованими:

---

[1] *Вірченко В.* Інституційна структура фінансового ринку та її роль у комерціалізації результатів інтелектуальної діяльності / В.В. Вірченко // Фінанси України, 2013. – №5. – С.70.

- торгова система як сукупність елементів інфраструктури, в яку входять біржі і інші організатори торгівлі, які забезпечують купівлю-продаж фінансових активів;

- розрахункова система як сукупність елементів інфраструктури, в яку входять банки і небанківські кредитні і клірингові організації, які забезпечують клірингові угоди з фінансовими інструментами, ведення грошових рахунків учасників торгівлі фінансовими інструментами і їх клієнтів і здійснення розрахунків за результатами ;

- облікова система як сукупність елементів інфраструктури, яка включає реєстраторів і депозитаріїв, які забезпечують фіксацію і облік переходу прав власності на фінансові інструменти в результаті їх обігу.

Торгова, розрахункова і облікова системи взаємодіють через канали інфраструктурної системи і основні інститути фінансового ринку і створюють інфраструктурну підсистему реалізації процесів ціноутворення на фінансовому ринку. Державні регулятивні органи та саморегулівні організації формують правила економічної поведінки, в тому числі й цінової, забезпечуючи добросовісні правила гри учасників фінансового ринку, регулюючи при цьому ціноутворення та прозорість ринкових відносин між постачальниками і споживачами в умовах конкуренції.

Що стосується регуляторних учасників – держави, уповноважених нею спеціальних органів регулювання на фінансовому ринку та саморегульованих організацій, то їм відводиться ключова роль у регулюванні фінансового ринку, в тому числі і процесів ціноутворення на фінансовому ринку.

Система глобалізації фінансових ринків призвела до якісної трансформації системи регулювання національних фінансових ринків, впливаючи при цьому найбільше на такий елемент регулювання як інституціональна структура. Структура фінансового ринку в Україні сформована лише формально. Значна частина операцій з цінними паперами здійснюється поза межами ринку цінних паперів. За всю історію українського фондового ринку обсяг організованого ринку ніколи не перевищував 10%. Позабіржовий ринок непрозорий, неліквідний і не виконує функцію встановлення справедливих цін. Для розвитку та ефективного функціонування всіх сегментів та учасників фінансового ринку необхідною та важливою умовою є державна політика, яка реалізується через державне регулювання та грошово-кредитну політику, яку визначає Національний Банк України. Необхідність здійснення державної політики ціноутворення на фінансовому ринку необхідна для створення сприятливого податкового, інвестиційного та адміністративного клімату економіки в цілому.

Загалом, державна політика у сфері підвищення ефективності функціонування фінансового ринку України повинна включати єдиний збалансований комплекс заходів, спрямованих на забезпечення стабільності та стійкості фінансової системи, ефективний контроль руху фінансових потоків, раціональне використання фінансових ресурсів[1].

---

[1] *Сапачук Ю.М.* Фінансовий ринок України: проблеми та перспективи. – [Електронний ресурс]. –

У сучасних умовах функціонування будь-якого ринку неможливо собі уявити без законодавчої бази регулювання та впливу держави. Саме держава визначає і контролює правові основи ринкових відносин, насамперед права власності, установлює базові правила економічних відносин учасників ринку[1]. Основними цілями державного регулювання фінансового ринку є: створення рівних можливостей для всіх учасників ринку; попередження зловживань та правопорушень; забезпечення процесу ціноутворення, виходячи з попиту і пропозиції на фінансові ресурси; підтримка ефективного функціонування фінансового ринку; гарантування безпеки фінансової системи в цілому[2].

Історія сучасного фінансового ринку України почалася від дня прийняття у 1991 р. Закону України «Про цінні папери та фондову біржу». Державне регулювання фінансового ринку – це використання певних методів і прийомів, які дозволяють упорядковувати діяльність учасників фінансового ринку та взаємовідносини між ними шляхом встановлення певних вимог і правил, здійснювати контроль за їх використанням[3].

За цей період вітчизняна система регулювання фінансового ринку пройшла різні етапи регулювання, протягом яких удосконалюється законодавча база регулювання, визначаються рівні, форми, принципи, напрями та інші складові регулювання[4].

Таким чином, у процесах ціноутворення на фінансовому ринку задіяні учасники ціноутворення, кожен з яких виконує свою роль у формуванні цін та їх регулюванні : постачальники і споживачі фінансових ресурсів, у тому числі й фінансові посередники, які беруть безпосередню участь (через взаємозв'язок попиту і пропозиції на фінансові ресурси) у формуванні цін на фінансові ресурси; інфраструктурні учасники, які забезпечують процеси ціноутворення, і представлені на фінансовому ринку в якості реєстраторів угод, розрахунків за угодами, організаторів торгівлі; регуляторів, які забезпечують регулювання та нагляд за діяльністю фінансових установ.

Ні для кого не секрет, що ціни можуть змінюватися протягом короткострокового та довгострокового періоду. А це означає, що класичне встановлення ціни в ринкових умовах господарювання має право порушуватися, якщо існує дія факторів.

Режим доступу : http://www.ekmair.ukma.kiev.ua/bitstream/123456789/1642/1/Sapachuk_Finansovyi%20rynok%20Ukrainy.pdf. – Назва з титул. екрану.

[1] *Еш С.М.* Фінансовий ринок : навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / С.М. Еш. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – С. 53.

[2] *Мацелюх Н.П.* Роль держави в регулюванні фінансового ринку / Н.П.Мацелюх // Сучасні виклики для України у сфері політики, економіки та права в умовах глобалізації : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. – Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2010. – : Ч.1. – С. 329–330.

[3] *Мацелюх Н.П.* Роль держави в регулюванні фінансового ринку / Н.П.Мацелюх // Сучасні виклики для України у сфері політики, економіки та права в умовах глобалізації : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. – Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2010. – : Ч.1. – С. 329–330.

[4] *Еш С.М.* Фінансовий ринок : навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / С.М. Еш. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – С. 45.

Слід відмітити, що всі фактори, які впливають на ціни, мають об'єктивний і суб'єктивний характер. Під впливом різнопланових факторів ціни на один і той же фінансовий ресурс чи послугу можуть суттєво коливатися. В цілому на формування рівня цін на фінансовому ринку впливають: конкуренція, монополізм, інвестиційні характеристики фінансових активів; якість фінансових інструментів; заходи державного регулювання цін; врахування взаємозамінності; рахування цін на аналогічні фінансові активи на зовнішньому ринку; ступінь розвитку ринкових відносин; рівень податків, інше.

До загальних (традиційних) факторів, на нашу думку, слід віднести (попит, пропозицію, конкуренцію, монополію), а до індивідуальних – тип (вид) фінансового товару чи послуги, термін обігу, інвестиційні властивості, рейтинг емітента, його галузеву належність, територіальне розташування, інше. Всі перелічені фактори можуть як підвищувати, так і знижувати рівень цін на фінансові товари і послуги, але завжди, незалежно від ринкової моделі, попит і пропозиція залишаються визначальними факторами ціноутворення.

Для подальших досліджень, пов'язаних з ціноутворюючими механізмами під дією попиту і пропозиції як визначальних факторів формування цін, необхідно екстраполювати основні типи ринків на фінансовий ринок.

Загалом у фаховій літературі розрізняють чотири види ринків: вільна конкуренція, чиста монополія, монополістична конкуренція, олігополістична конкуренція.

Стосовно моделі вітчизняного фінансового ринку, то за всіма ознаками він відноситься до ринку вільної конкуренції. Ринок вільної конкуренції передбачає присутність великої кількості фірм, діяльність яких є незалежною. Конкуруючі фірми виробляють однорідну або стандартизовану продукцію, окрім цього зміна обсягів продукції будь-якої організації не впливає на загальну пропозицію, отже, жодна з фірм не може вплинути на ціну, яка формується під впливом попиту та пропозиції. Дана модель ринку також характеризується відсутністю бар'єрів входу та виходу з нього.

Порівнюючи дані ознаки з характеристиками фінансового ринку, зазначимо, що кожен із сегментів ринку пропонує стандартизований перелік товарів (послуг): акції, облігації, векселі, чеки, кредити, інше. До того ж, зміна обсягу фінансових товарів (послуг) на рівні одного суб'єкта продажу не здатна вплинути на його ціну. Отже, приходимо до висновку, що фінансовий ринок є ринком вільної конкуренції. Однак, як відзначають українські вчені, вітчизняний фінансовий ринок також має ознаки олігополістичного ринку[1,2]. Дана модель ринку характеризується присутністю невеликої кількості фірм, кожна з яких має свій сегмент, виробляючи всю або майже всю продукцію. Олігополія передбачає бар'єри для входження на ринок; виробництво однорідної продукції; можливість узгодження ринкової політики суб'єктів, а саме у сфері ціноутворення шляхом таємної змови. Причиною останнього є

---

[1] *Гладких Д.* Ринкова позиція банків в умовах вільної конкуренції / Д. Гладких // Вісник Національного банку України. – 2007. – №9. – С. 5–9.

[2] *Сухотеплий В.* Аналіз динаміки структури банківської галузі України за період 1999–2006 рр. / В. Сухотеплий // Вісник Національного банку України. – 2007. – №10. – С. 16–19.

взаємозалежність суб'єктів олігополістичного ринку: будь-яка поведінка фірми впливає на умови діяльності інших, з одночасною зворотною дією на саму фірму.

Характеристики олігополістичного ринку фінансовий ринок України демонструє відносно нових видів фінансових товарів (переважно комбінованого походження) та нових видів фінансових послуг (інтернет-трейдингу, консультаційних послуг, інше).

Також відмітимо, що на фінансовому ринку має місце інституціональна конкуренція, тобто конкуренція правил, норм, способів регулювання. Наприклад, законодавчі норми та обмеження банківського та небанківського фінансового сектору значно різняться[1], що й сприяє створенню відповідних конкурентних переваг для споживача. Як зазначає Т.Д.Гірченко, об'єктом даного виду конкуренції є в першу чергу не стільки клієнт, а саме його довіра до фінансової установи та фінансово-кредитної системи в цілому[2].

Таким чином, організаційно економічну структуру ринку цінних паперів складають учасники ціноутворення – постачальники і споживачі фінансових ресурсів, в тому числі й фінансові посередники, які беруть безпосередню участь (через взаємозв'язок попиту і пропозиції на фінансові ресурси) у формуванні цін на фінансові ресурси; інфраструктурні учасники, які забезпечують процеси ціноутворення і представлені на фінансовому ринку в якості реєстраторів угод, розрахунків за угодами, організаторів торгівлі; регуляторів, які забезпечують регулювання та нагляд за діяльністю фінансових установ, які взаємодіють між собою через механізм ціноутворення (рис. 1.11).

Отже, в умовах розвитку фінансового ринку діє цілісна система ціноутворення, яку приводить в дію механізм ціноутворення. На процеси ціноутворення впливають як внутрішні, так і зовнішні фактори. Визначальними є – попит і пропозиція на гроші як основний товар фінансового ринку. У зв'язку з тим, що на фінансовому ринку з'являються нові фінансові продукти, він має ознаки і конкурентного, і олігополістичного типу ринку та схильний до ризиково-орієнтованого процесу ціноутворення.

---

[1] Про банки і банківську діяльність / Закон України № 2121-III від 07 грудня 2000 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2121-14/ed20120101;
Про кредитні спілки / Закон України № 2908-III від 20 грудня 2001 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2908-14;
Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг / Закон України № 2664-III від 12 липня 2001 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2664-14; Положення про порядок, умови видачі та розміри кредитів страхувальникам, які уклали договори страхування життя / розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України № 2883 від 3 грудня 2004 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/RE10214.html

[2] Гірченко Т. Д. Стратегія конкурентоспроможності банків в умовах активізації розвитку ринку банківських послуг / Т. Д. Гірченко // Регіональна економіка. – 2003. – ₴4. – С. 122–127.

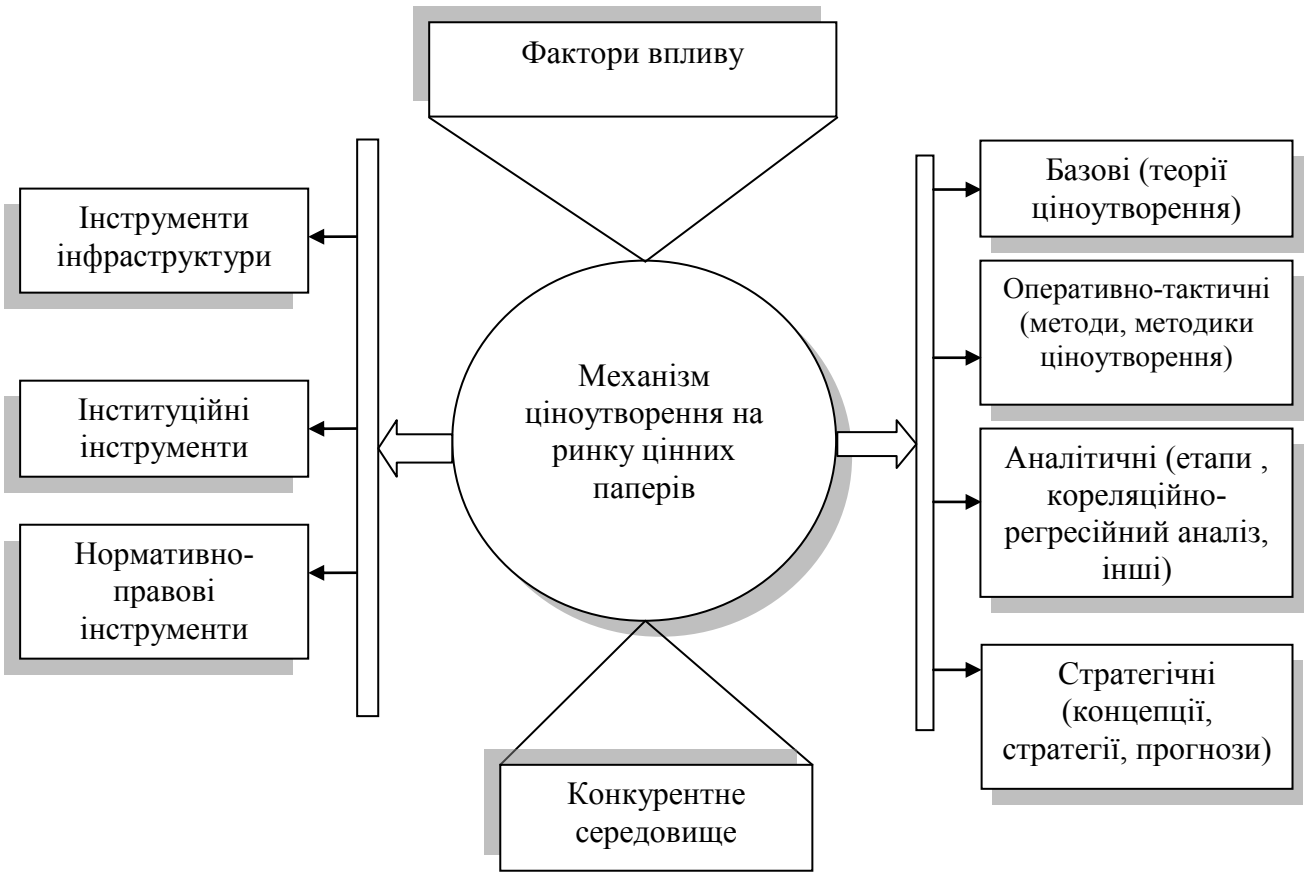


Рис. 1.11. Механізм ціноутворення ринку цінних паперів

Джерело: систематизовано автором

Ціноутворення формується і забезпечується учасниками ринку. До основних учасників ціноутворення відносять постачальників, споживачів фінансових товарів (послуг) та фінансових посередників. Інфраструктурні та інституційні учасники забезпечують процеси ціноутворення в частині реалізації угод. Методологічний інструментарій механізму ціноутворення формують принципи, методики, технології та стратегії ціноутворення відповідно до видів фінансових інструментів, що буде розглянуто в подальших наших дослідженнях.

Таким чином, є підстави стверджувати, що на фінансовому ринку діє система цін, яка поділяється на ціни внутрішнього (національного) ринку та ціни зовнішнього (світового) ринку, а також на трансфертні (внутрішньо фірмові ціни). Ціни на фінансовому ринку представлені як в абсолютному, так і у відносному вираженні і відрізняються властивостями фінансових товарів (послуг), сферами торгівлі, сферами використання. Крім цього на фінансових ринках ціни можливо класифікувати за характерними ознаками фінансових продуктів, що дає можливість забезпечити комплексний підхід до ціноутворення на окремому сегменті ринку.

Організаційно економічну структуру ринку цінних паперів складають учасники ціноутворення – постачальники і споживачі фінансових ресурсів, у тому числі й інституційні учасники – фінансові посередники, які беруть безпосередню участь (через взаємозв’язок попиту і пропозиції на фінансові

ресурси) у формуванні цін на фінансові ресурси; а також інфраструктурні учасники, які забезпечують процеси ціноутворення, і представлені на фінансовому ринку в якості реєстраторів угод, розрахунків за угодами, організаторів торгівлі; регуляторів, які забезпечують регулювання та нагляд за діяльністю фінансових установ, які взаємодіють між собою через механізм ціноутворення. Основу механізму ціноутворення на фінансовому ринку складають інфраструктурні інструменти забезпечення процесів ціноутворення, інституційні учасники з власною ціновою політикою, методологічний інструментарій формування цін, важелі впливу та конкурентні позиції окремих сегментів фінансового ринку.

1.4. Необхідність те передумови регулювання ціноутворення на ринку цінних паперів

Потрясіння у світовій економіці, спровоковані фінансовою кризою 2008–2009 рр. і не до кінця ще переборені, показали, який вплив на реальний сектор світової економіки має фінансова сфера. В оцінці джерел першої світової економічної кризи на етапі постіндустріальних трансформацій загальновизнаним стало те, що саме ситуація на фінансовому ринку, насамперед у сегменті похідних фінансових інструментів, вийшовши з-під контролю, стала каталізатором наростання проблем у глобальній економіці. У зв'язку з цим важливо чітко визначити причинно-наслідкові зв'язки кризових процесів, що відбулися.

Це необхідно для того, щоб зрозуміти, наскільки змінилася роль фінансового ринку в сучасному світовому економічному просторі й наскільки адекватно існуючі моделі та інструменти здатні його регулювати, а основне – запобігати кризовим явищам.

У Декларації, яка була прийнята «Групою двадцяти» для протидії світовій фінансовій кризі, було зазначено, що «...непослідовна й недостатньо скоординована макроекономічна політика й неадекватні структурні реформи привели до нестабільних глобальних макроекономічних результатів"[1,2]. Здійснення політики «дешевих грошей» сприяло «перегріву» економіки й виникненню надлишкової ліквідності у різних сегментах (ринках нерухомості, акцій і сировинних товарів), що згодом підштовхнуло до відомого кризового сценарію. Монетарні фактори доповнила відсутність глобального регулювання й нагляду.

Незважаючи на фінансові заходи, здійснені урядами провідних країн для порятунку економіки (за деякими оцінками, найбільші економіки світу витратили на боротьбу із глобальною кризою 10 трлн дол. або в середньому по

[1] Первые уроки кризиса. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.imf.org/external/russian/. – Название с титул. экрана.

[2] Саммит G20 в Вашингтоне: заявления, комментарии. – [Электронный ресурс].– Режим доступа: http//ria.ru/trend/g20_summit_comments_1611208/. – Название с титул. экрана.

10 тис. дол. на кожного свого громадянина)[1], не вдалося забезпечити її стабільність. Досить нагадати про безпрецедентне зниження кредитного рейтингу США міжнародним рейтинговим агентством Standard &Poor's у зв'язку із зростанням дефіциту бюджету й державного боргу США, а також ситуацію з боргами в Європі, щоб побачити, що криза поширюється на все нові й нові європейські держави.

За прогнозами, наприкінці 2015 р. у країнах з розвиненою економікою державний борг досягне в середньому 108 % валового внутрішнього продукту. Це приблизно на 35 п.п. вище, ніж наприкінці 2007 р., перед початком світової кризи. Такий високий рівень боргу не спостерігався в цих країнах з кінця Другої світової війни[2].

Отже, стає очевидним, що назріла потреба вибудовувати моделі економічної політики та вибирати інструменти її реалізації з урахуванням змін у світовій економічній та фінансовій системах.

Проведений аналіз дає підстави стверджувати, що у більшості країн у передкризовий період проводилася політика сприяння модернізації насамперед фінансової сфери. Завдяки запровадженим стимулам фінансові ринки стали продукувати не тільки виробничі інвестиції, які спрямовувалися в реальний сектор економіки, а й у такі ірраціональні форми фінансового капіталу, як деривативи. У зв'язку з цим в цьому сегменті визріли основні фактори ризику.

Надлишкова грошова маса, яка набувала форми полегшеного кредитування – не просто аномалія глобального ринку, але й один з найважливіших факторів збільшення непродуктивного попиту на фінансові активи та зростання їх вартості. Сучасна практика відшкодування боргів новими зобов'язаннями й широке поширення структурованих фінансових інструментів є прямим наслідком цих процесів. Крім того, фінансова політика фактичного дерегулювання ринків також сприяла розростанню сегмента похідних цінних паперів, незважаючи на небезпеку, що виходила від них.

Очевидно, що еволюція фінансового світу неминуча, але, як показала практика, абсолютно безмежне й неконтрольоване застосування подібних продуктів сучасної фінансової системи може поставити цю систему на межу колапсу[3].

Широке впровадження деривативів радикально змінили капіталістичний світ. Сутність цієї зміни полягала в тому, що до готівки й кредитних зобов'язань, які утворювали раніше дворівневу модель капіталістичної економіки, додався третій – який стосовно другого рівня (кредитного) став відігравати таку ж роль, яку і самі кредити відігравали стосовно наявних і безготівкових доларів. Причому кожний наступний рівень перевершує попередній на порядок.

---

[1] *Рыкова И.А.* Модернизация современных экономических инструментов через призму меняющейся роли финансового рынка / И.А. Рыкова // Финансы и кредит. – 2011. – № 44 (476). – С. 47–54.

[2] *Андерсон К.* Переосмысление экономики в изменившимся мире / К. Андерсон // Финансы и развитие. – 2011. – №6.5. – С. 50.

[3] Там само. С. 51.

Про масштаби подібної «надбудови» можна судити по тому, яких обсягів досяг фінансовий сектор стосовно реального сектору економіки. Так, обсяг ринку інноваційних деривативів становив до початку кризи астрономічну суму – 620 трлн дол., що майже у 10 разів перевищував обсяг світового ВВП[1].

Усе це привело до парадоксального перетворення всієї банківської системи, яке характеризувалося тим, що борги фактично одержали статус готівки міжбанківських розрахунків. Завдяки такому агресивному розвитку ринку похідних фінансових інструментів у світовій банківській системі відбулися структурні зрушення. Ризики, традиційно властиві сектору, кредитні інститути почали списувати зі своїх балансів шляхом створення синтетично створених деривативних продуктів. Кредитні ризики стали переходити з банківського сектору до інших учасників інвестиційної діяльності. Іншими словами, була порушена звична структура взаємовідносин між кредитором і позичальником капіталу, оцінка кредитного ризику поступово стала «випаровуватися» із самої суті процесу надання кредиту.

Отже, з інструментів, покликаних зменшувати локальні ризики, деривативи перетворилися на один з наймогутніших факторів системного ризику всіх світових фінансів, а валютний ринок – у гігантський тоталізатор. Саме деривативи, пов’язані з американськими іпотечними облігаціями, запустили світову фінансову кризу.

Необхідно зазначити, що нині світовий ринок деривативів є практично нерегульованим. Законодавчі органи розвинених країн, зокрема США, встановлюють новий порядок контролю над ринком деривативів. Нові закони передбачають забезпечити прозорість ринку похідних інструментів, а також вирішити проблему маніпуляцій на ньому. В Європейському Союзі також розроблені документи, що стосуються операцій з похідними інструментами. Країни Євросоюзу внесли у свої законодавства положення щодо торгівлі деривативами на позабіржовому ринку, а також штрафні санкції, принаймні адміністративні штрафи для тих компаній і банків, дії яких не будуть відповідати новим правилам регулювання ринку похідних фінансових інструментів[2].

Незважаючи на певні зусилля, до цього часу ще не вдалося стабілізувати світову фінансову систему, її вразливість у певному сенсі навіть посилилася. Тому фінансовий світовий порядок, що трансформується, вимагає адекватних підходів до його управління та регулювання.

У загальному вигляді методологія регулювання фінансового ринку та ринку цінних паперів повинна формуватися з урахуванням кінцевих цілей і змісту процесу регулювання, його юридичних типів і об’єктів. Серед основних цілей необхідно виділити такі: захист інтересів учасників ринку, зниження системних ризиків, забезпечення ефективної та прозорої роботи ринку.

---

[1] *Андерсон К.* Переосмысление экономики в изменившимся мире / К. Андерсон // Финансы и развитие. – 2011. – №6.5. – С. 51.

[2] *Ишханов А.В.* Регулирование рынка деривативов на современном этапе развития мировой финансовой системы / А. В Ишханов, Т. С. Малахова // Финансы и кредит. – 2011. – № 17(449). – С. 20.

У ситуації, що склалася, необхідно визначитися, у чиїх інтересах здійснюється побудова механізму регулювання ринку цінних паперів, тобто на захист яких категорій учасників орієнтований даний механізм насамперед. На ринках цінних паперів розвинених країн, наприклад, на перше місце ставляться інтереси приватних інвесторів. Призначені для передавання кредитного ризику від однієї особи до іншої. Їх застосування забезпечило додаткову ліквідність ринкам позичкових капіталів і можливість фіксування певної норми прибутку підприємств у майбутньому. Наступним блоком питань, які вимагають якісного методологічного опрацювання, є визначення пріоритетних об'єктів регулювання, якими можуть виступати такі:

– учасники ринку (емітенти, інвестори, професійні учасники, організації інфраструктури);

– види діяльності (професійні види діяльності, емісійна, інвестиційна тощо);

– види ринкових операцій (посередницькі, спекулятивні, заставні, трастові тощо);

– інструменти («фінансові продукти»)[1].

Аналіз практики розвинених країн дозволяє виділити дві основні моделі побудови організаційно-економічного механізму регулювання: за секторальним (відомчим) принципом, коли регулювання здійснюється різними органами управління диференційовано по групах фінансових інститутів, і за функціональним (цільовим) принципом, коли функції встановлення норм, контролю, нагляду або захисту прав інвесторів здійснюють різні органи управління.

На сьогодні міжнародний досвід показує, що реформування регуляторної архітектури ринку є критичним для ефективного регулювання фінансового ринку та ринку цінних паперів, однак не є абсолютною панацеєю, оскільки значною мірою світова фінансова криза охопила країни з різною регуляторною інфраструктурою ринку. Аналіз змін у системах регулювання фінансових ринків розвинених країн у посткризовий період дозволив виявити певні тенденції. Зокрема, зміну національних систем регулювання в організаційному, структурному та функціональному аспектах і насамперед перехід до регулювання за цілями та посилення ролі центральних банків; введення вимог до системно значимих міжнародних інститутів, у тому числі по розробці планів дій у випадку надзвичайних ситуацій; жорсткість вимог до діяльності рейтингових агентств тощо.

Важливим сегментом світової фінансової системи, який динамічно розвивається, є ринок похідних фінансових інструментів – деривативів. Практично кожні півроку на ньому з'являються нові інструменти, що зумовлює його перманентне дослідження. Науковці аналізують передумови виникнення деривативів, їх основні види, вказують на необхідність їх правового регулювання. Найбільш «небезпечними» для світової економіки вчені

[1] *Котляров М. А.* Повышение эффективности регулирования финансового рынка / М.А. Котляров, О.В. Ломтатидзе // Финансы. – 2011. – № 1. – С. 60–61.

вважають кредитні деривативи, ринок яких практично не регулюється ні державами, ні його суб'єктами[1].

Тому однією з умов стабільного функціонування ринку деривативів є ефективна система його регулювання, яка охоплювала б усіх учасників ринку та забезпечувала здійснення ними своєї професійної діяльності відповідно до встановлених правил.

Зважаючи на те, що становлення та розвиток ринку цінних паперів України відбувається під впливом глобальної світової кризи, то, звичайно, він зазнає негативного впливу з боку міжнародного фінансового ринку. Це означає, що він страждає від того, що до певної міри інтегрований у світовий, але ще більшою мірою від того, що інтеграція є дуже слабкою, а сам ринок цінних паперів в середньостроковій перспективі залишається під дією високих системних ризиків, демонструючи масштабну волатильність.

Зважаючи на викладене вище, виникає необхідність у сучасних підходах до регулювання фінансового ринку та ринку цінних паперів, особливо відповідно до прийнятих положень Директиви Європейського Парламенту і Ради 2004/39/ЄС від 21.04.2004[2] про ринки фінансових інструментів (Директива про фінансові ринки), яка трансформується на національне законодавство держав-членів ЄС.

Глобалізація та інтернаціоналізація фінансових ринків призвели до зростання міжнародної мережі фінансових інститутів і корпорацій, ускладнили структуру ринків і внаслідок цього викликали потребу в удосконаленні регулювання фінансових ринків та ринків цінних паперів. До основних чинників, які впливають на розвиток національних фінансових ринків крім глобалізації та інтеграції, відносяться також лібералізація та конвергенція міжнародних фінансових ринків; загострення міжнародної конкуренції між суб'єктами світового ринку, що значно посилює вимоги до фінансових інститутів, корпорацій та їх урядів (з точки зору покращення інвестиційного клімату, забезпечення політичної та економічної стабільності); концентрація, комп'ютеризація та інформатизація світового фінансового ринку. У результаті комплексної дії зазначених вище чинників посилюється функціональна детермінованість сегментарної структури фінансового ринку України та зміна його інституційної структури, що впливає на економічний розвиток нашої країни.

Характерною особливістю вітчизняних фінансових установ на фінансовому ринку є невідповідність їх діяльності міжнародним стандартам, зокрема правилам та процедурам, визначеним Директивами Європейського Союзу. Найбільш суттєвими відхиленнями від загальновизнаних стандартів є: низький рівень уніфікації регуляторних вимог до фінансових установ, у тому числі до розкриття регулярної та особливої інформації; відсутність дієвих

---

[1] *Фельдман А. Б.* Современный экономический кризис и производные финансовые инструменты / А.Б. Фельдман // Вопросы экономики. – 2009. – № 5. – С. 59–68.

[2] Directive2004/39/EC of the European Parliament of the Council of 21 April 2004. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.aecsd.com/common/img/uploaded/files/analytics/regulation/mifid.pdf – Назва з титул. екрану.

механізмів захисту законних прав акціонерів особливо у випадку банкрутства або реструктуризації товариств та клієнтів фінансових установ у випадку шахрайства та зловживань з боку менеджерів і власників[1]. Якщо не вжити заходів, то будь-які кроки до інтеграції України в європейський економічний простір призведуть до банкрутства професійних учасників ринку та отримання українськими підприємствами фінансових ресурсів за високими цінами, а головне – до поглинання інфраструктури фінансового ринку краще організованими і капіталізованими конкурентами. Тому для подолання диспропорцій у розвитку фінансового ринку держава має створити сприятливі передумови для їх регулювання.

На думку автора, основною передумовою щодо необхідності прийняття рішень у регулюванні фінансового ринку України в цілому та ринку цінних паперів зокрема є його правове регулювання в контексті Директив Європейського Союзу (ЄС). Для правового регулювання фінансових ринків в ЄС велике значення має Директива про інвестиційні послуги і підмінююча її Директива Європейського Парламенту і Ради 2004/39/ЄС від 21.04.2004 про ринки фінансових інструментів (Директива про фінансові ринки), яка трансформується в національне законодавство держав-членів ЄС. Згідно з цією Директивою визначена дефініція «регульований ринок», що означає багатосторонню систему, якою управляє і/або функціонування якою забезпечує, оператор ринку, який зводить разом, або сприяє зведенню багаточисельних третіх осіб, які зацікавлені в купівлі чи продажу фінансових інструментів у рамках системи і відповідно до її недискреційних правил таким чином, що в результаті укладається угода по відношенню до фінансових інструментів, які допущені до торгів відповідно до її правил, і/або з використанням її систем, і яка має дозвіл і функціонує на постійній основі відповідно до певних положень. Регульований ринок функціонує відповідно визначених положень, які викладені в розділі III Директиви про фінансові ринки.

Наступною передумовою для регулювання є наявність компетентного органу (органів), який (які) забезпечує (забезпечують) регулювання. Компетентний орган, який наділений повноваженнями з регулювання повинен: 1) регулювати торги фінансовими інструментами (інколи знімати з торгів фінансові інструменти) з наданням публічної інформації; 2) визначати доступ до регульованого ринку учасників; 3) забезпечувати оперативний контроль за дотриманням правил регулювання ринку і інших юридичних обов'язків; 4) здійснювати моніторинг укладених угод, які здійснюють його учасники; 5) забезпечувати прозорість укладання угод, публічність інформації; 6) визначати положення, які регулюють відносини з центральним контрагентом і розрахунково-кліринговими системами. Відповідно до цих повноважень

[1] Стратегія розвитку фінансового ринку до 2015 року (проект). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ufin.com.ua/koncepcia/002.doc – Назва з титул. екрану.

регулюючі органи держав приводять законодавство у відповідність з викладеними вище положеннями регульованого ринку[1].

Оцінка стану регулювання ринку цінних паперів має, на нашу думку, здійснюватися за єдиною методикою і включати наступні елементи: законодавчу базу; компетентний орган (органи), який здійснює регулювання та нагляд; професійних учасників ринку; перелік послуг, що надаються професійними учасниками ринку; систему взаємозв'язків учасників ринку; саморегулювання та\або самоврядування.

Але створенню ефективних механізмів регулювання фінансового ринку та ринку цінних паперів на сучасному етапі передує визначення інфраструктури відповідно до вимог Європейського Союзу. З цією метою, необхідно, по-перше, здійснити, класифікацію фінансових інструментів, гармонізовану з законодавством ЄС, по-друге, визначити перелік послуг, які надаються професійними клієнтами (і такими, які можуть розглядатися в якості професійних) у правовому полі міжнародного фінансового ринку.

Відповідно до Директиви про фінансові ринки необхідно виокремити в межах структури фінансового ринку ринок основних фінансових інструментів, ринок похідних фінансових інструментів та ринок фінансових послуг.

До фінансових інструментів, які можуть бути предметом інвестиційних , Директива про фінансові ринки відносить наступні: 1) цінні папери; 2) інструменти грошового ринку; 3) паї організацій колективного інвестування; 4) похідні фінансові інструменти (опціони, ф'ючерси, свопи, форварди) і похідні контракти на: цінні папери, валюти, відсоткові ставки, ставки дохідності, інші похідні інструменти і т.д. та ставки фрахту, рівні інфляції і інші офіційні дані, які повинні забезпечуватися виплатою грошових засобів. До фінансових інструментів також відносять похідні інструменти на передачу кредитного ризику, фінансові контракти на різницю, опціони, ф'ючерси, свопи, форварди, інші похідні контракти на біржові товари, які а)повинні супроводжуватися виплатою грошових засобів, б) виконуватися на умовах регульованого ринку і /чи в багатосторонній торговій системі БТС (багатостороння система, яка пропонується інвестиційною фірмою або оператором ринку, яка зводить або сприяє зведенню різнобічних інтересів третіх осіб під час купівлі-продажу фінансових інструментів в рамках системи, з її правилами таким чином, що в результаті відбувається укладення угоди); в) не указані в попередніх підпунктах і укладені не в комерційних цілях.

Директива про фінансові ринки зосереджує увагу на основних інвестиційних послугах за видами інвестиційної діяльності (розділ А, Додаток 1 до Директиви про фінансові ринки), до яких відносяться прийом і передача наказів по відношенню до одного чи двох фінансових інструментів; виконання наказів за дорученням клієнта; оформлення угод за свій рахунок; управління портфелем; інвестиційне консультування; андеррайтинг; розміщення фінансових інструментів на умовах надання твердих зобов'язань і без них;

---

[1] *Сынкова Е.* Правовое регулирование финансовых ринков Украины и ЕС / Е.Сынкова // Журнал Банкиръ. – № 2 (12), Донецк. – 2005. – С.21–26.

організація діяльності БТС. Ці послуги підлягають обов'язковому ліцензуванню і можуть розглядатися як інвестиційні в тому випадку, якщо вони здійснюються відповідно до визначених вище фінансових інструментів.

Наразі потребує уточнення категорія клієнтів, які діють на регульованому ринку в якості професіоналів. Професійним клієнтом є клієнт, який має досвід і знання, достатні для прийняття самостійних інвестиційних рішень і вірно може оцінити ризики, які його переслідують (Додаток 2, Директива про фінансові ринки).

Розглянувши правові основи регулювання, основні ознаки регульованого ринку, повноваження, якими повинен бути наділений компетентний орган, необхідно уточнити визначення інфраструктури фінансового ринку та ринку цінних паперів України для потреб регулювання. У зв'язку з цим, під інфраструктурою фінансового ринку слід розуміти сукупність компетентних органів держави, які здійснюють по відношенню до інституціональних та інших інвесторів, а також операторів ринку, функції по обслуговуванню операцій з купівлі-продажу фінансових інструментів, які здійснюються за участю і на користь останніх. Інфраструктура ринку цінних паперів – це підсистема ринку цінних паперів, сутність якої полягає в забезпеченні ефективної взаємодії діяльності емітентів та інвесторів, через організацію фінансового посередництва, технічних механізмів, торговельного та інформаційного просторів для здійснення операцій із цінними паперами.

В рамках інфраструктури ринку цінних паперів України, з метою ефективного регулювання, необхідно виділити основні складові:

- торговельну систему як сукупність елементів інфраструктури, до якої входять біржі і інші організатори торгівлі, які забезпечують купівлю-продаж фінансових інструментів;

- розрахункову систему як сукупність елементів інфраструктури, яка включає банки і небанківські кредитні клірингові організації, які забезпечують клірингові угоди з фінансовими інструментами; ведення грошових рахунків учасників торгівлі фінансовими інструментами та їх клієнтів та забезпечення розрахунків відповідно до результату;

- облікову систему як сукупність елементів інфраструктури, яка включає реєстраторів та депозитаріїв, які забезпечують фіксацію і облік переходу прав власності на фінансові інструменти в результаті їх обігу.

Український ринок цінних паперів на відміну від ринків більшості розвинених капіталістичних країн функціонує в особливих економічних умовах. За двадцятиріччя свого розвитку він, на жаль, не зміг стати ефективним механізмом інвестиційного фінансування економіки, а лише продемонстрував помітну незалежність від стану справ в реальному секторі економіки. Навіть поверховий аналіз протягом останнього десятиліття розвитку цього ринку показує, що рівень його самоорганізації недостатній для того, щоб забезпечити ефективні інвестиції в реальний сектор економіки.

Для сучасної України парадигма ціноутворення на ринках цінних паперів не може обмежуватися лише встановленням цін на окремі фінансові інструменти чи послуги. Повинен бути знайдений комплексний підхід з

урахуванням особливостей функціонування сегментів фінансового ринку, на яких продаються (купуються) фінансові інструменти чи послуги та які функціонують в умовах впливу факторів, у тому числі й непередбачуваних. Стає очевидним, що для цього необхідно визначити шляхи запровадження ефективних механізмів ціноутворення, спрямовані на стимулювання і розвиток фінансового ринку в цілому та ринку цінних паперів зокрема. При цьому особливу роль має відіграти втручання держави у цінові процеси, суворо обмежене рамками необхідності.

Ціноутворення на ринку цінних паперів є процесом багатоаспектним, інтегральним і високотехнологічним. Теоретичні основи походження цін пов'язані з класичними та маркетинговими підходами до її визначення та теоріями, покладеними в основу функціонування, розвитку і прогнозування фінансового ринку, які дозволяють забезпечити індивідуальний підхід до ціноутворення на окремих сегментах ринку, не порушуючи при цьому цілісного системного підходу до ціноутворення як економічного процесу. Ціноутворення формується і забезпечується учасниками ринку.

До основних учасників ціноутворення на ринку цінних паперів відносять постачальників, споживачів та фінансових посередників. Забезпечують процеси ціноутворення в частині реалізації угод інфраструктурні учасники. Регуляторні учасники беруть безпосередню участь у регулюванні цінової політики на фінансовому ринку.

Методологічну основу механізму ціноутворення формують фактори, інструменти та важелі впливу. За допомогою механізму ціноутворення на ринку цінних паперів поєднуються інтереси споживачів і продавців фінансових товарів і послуг та суспільства в цілому, забезпечується розв'язання суперечностей у їхніх взаємовідносинах.

Загальносуспільний економічний інтерес полягає в ефективному розвитку суб'єктів ринку цінних паперів для забезпечення потреб реального сектору економіки. Інтереси продавців виражаються в реалізації найбільшого обсягу фінансових товарів (послуг) з якомога вищим рівнем рентабельності. Такі інтереси продавців формують пропозицію на ринку цінних паперів і які, зазвичай, не співпадають з інтересами покупців(споживачів), які прагнуть придбати фінансові товари (послуги) за ціною, що нижче їх вартості (цінності). Все це зумовлює необхідність запровадження таких механізмів ціноутворення, які б найбільшою мірою сприяли реалізації інтересів усіх суб'єктів ринку.

Як показує світовий досвід, головною передумовою прискореного зростання економіки ринкового типу є не політична стабільність в державі і навіть не низький рівень оподаткування, а оптимальний баланс інтересів усіх учасників ринку – продавців, покупців і держави. Тому саме досконале ціноутворення, через збалансування інтересів усіх учасників ринку дозволить досягти стабільності і ефективності в розвитку ринку цінних паперів.

Серед особливо важливих учасників ціноутворення на ринку цінних паперів є емітенти, інвестори та фінансові посередники. В сучасних умовах інвестор є основним гравцем на ринку цінних паперів. На його потреби орієнтується весь ринок під час формування цін на цінні папери. Але через

недосконалості механізмів ціноутворення частина фінансових потоків може проходити повз емітентів, обходити фінансових посередників. Інвестор має на меті гарантовано отримувати прибуток за рахунок вигідного розміщення цінних паперів, ніж накопичувати гроші. Адже гроші лише обслуговують товарний оборот, а цінні папери, як показники інвестицій, відображають створене суспільством реальне національне багатство. При цьому гроші населення не повинні виводитися із обігу і накопичуватися статично.

З метою збереження балансу статичне накопичення платіжних засобів вимагає відповідного накопичення тих чи інших товарів. І, навпаки, динамічне накопичення особистого добробуту, інвестованого в реальний сектор економіки, забезпечує в свою чергу взаємно стимулююче зростання як економіки, так і особистих доходів. Унаслідок формування недосконалих і неконтрольованих механізмів ціноутворення зростають спекулятивні обороти на ринку цінних паперів і виникає «фіктивне» грошове накопичення, яке не забезпечене виробничими інвестиціями і яке порушує торговий баланс і стимулює інфляцію в країні.

Щоб інвестиції були ефективними, необхідна ефективна система ціноутворення, яка б забезпечувала динамічне нагромадження і акумулювання капіталів. Така система обслуговується на ринку цінних паперів різноманіттям професійних фінансових посередників. Як і будь-яка система забезпечення, система ціноутворення у своєму розвитку наштовхується на кібернетичний парадокс, згідно з яким відносно автономна система схильна самозадовільнятися, тобто зосереджуватися на своїх власних інтересах, ігноруючи свою головну місію.

Використовуючи своє положення «генератора грошей», фінансовий ринок може генерувати фіктивні капітали «з повітря». Звичайний оборот капіталу в економіці представляється у вигляді так званого «колеса Адама Сміта», в якому гроші послідовно проходять всі стадії кругообігу – від заробітної плати до накопичення капіталу у виробника. На фінансовому ж ринку в сучасних умовах скорочений цикл ціноутворення провокує внутрішні, скорочені грошові обороти, які, головним чином, виникають між посередниками і не досягають емітентів.

Така тенденція не є виключно українською. Адже, ще в першій половині XX століття, Дж. Кейнс відмічав: «… по мере того, как совершенствуется организация рынка инвестиций, опасность преобладания спекуляции возрастает. Спекулянты не приносят вреда, если они остаются пузырями на поверхности ровного потока предпринимательства. Однако положение становится серьезным, когда предпринимательство превращается в пузырь в водовороте спекуляции. Когда расширение производственного капитала в стране становится побочным продуктом деятельности игорного дома, трудно ожидать хороших результатов»[1].

[1] *Кейнс Дж. М.* Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс– М.: Эконов, 1992. – Т.2. – 1992. – С. 347.

Сучасна специфіка ціноутворення на ринках цінних паперів (імпортовані з заходу високорозвинені цінові технології на нові фінансові інструменти на фоні слабо розвинутої ринкової культури, ділової етики та порушення прав добросовісної конкуренції) без сумніву утруднюють вихід ринку цінних паперів із спекулятивного колапсу. Присутність нестандартних цінових процедур на фондовому ринку, спекулятивних потоків призводить до появи можливостей цінових маніпулювань з метою збагачення окремих учасників процесу ціноутворення, незалежно від їх трудового вкладу. В кінцевому рахунку це призводить до генерації незабезпечених грошей, порушення торговельного балансу і прискорення інфляції.

В сучасній Україні цінові механізми ринку цінних паперів, засновані на добросовісній конкуренції, ще не укріпилися, а досить великі інвестиційні потреби не врівноважені можливостями отримання інвесторами високих доходів. Ліквідувати такі дисбаланси в системі функціонування ринку цінних паперів можливо шляхом громадського та державного контролю за цінами, враховуючи специфіку їх походження.

Особливу роль в цих процесах необхідно відвести регулюванню цін на цінні папери та надання позик. Оскільки дивіденди і платежі з боргових цінних паперів так, як і податки представляють собою засіб перерозподілу національного доходу. Такий перерозподіл у сучасних умовах не завжди економічно усвідомлюється більшістю суспільства, але є дуже актуальним по суті.

Існуючі механізми перерозподілу національного доходу взаємозалежні: збільшення однієї компоненти дозволяє зменшити іншу. Постійні невдачі з проведення податкових реформ протягом двадцяти років дозволяють зробити висновок про те, що запроваджувані підходи не були ефективними. Очевидно, що зменшення податкового тиску повинно компенсуватися збільшенням долі перерозподілу національного доходу за рахунок більш ліберального механізму ціноутворення на ринку цінних паперів. Це стає можливим лише при принциповій зміні державної політики в контексті ціноутворення. Як відомо, з ростом економіки перерозподілу починає приділятися більш значна увага. Тому ігнорування найбільш передового світового досвіду у цій сфері автоматично веде до подальшого відставання України в міждержавній конкуренції.

Система державного регулювання ринку цінних паперів через механізми ціноутворення потребує для свого безперервного функціонування удосконалення відповідної інфраструктури та її нормативно-правового забезпечення та в кінцевому підсумку забезпечує зниження дисипації ресурсів в економічній системі, що дозволяє підвищити ефективність національної економіки. Чим ефективніше втручання держави у процеси ціноутворення, тим нижча цінова волатильність ринку та вище рівень розвитку ринку цінних паперів. Формулюючи систему та механізми ціноутворення на ринку цінних паперів України, необхідно, передусім, визначитися з тим, яке саме ціноутворення задовольнить ринок цінних паперів.

Науковий підхід до створення складних економічних систем вимагає, щоб на початку виконання програмних дій були чітко визначені кінцева мета руху

та критерії оцінки отриманих результатів у ході руху до цієї мети. Оскільки в сучасній українській практиці фондовий ринок (ринок цінних паперів) асоціюється, головним чином, з місцем, де можна купити або продати фінансові інструменти (послуги). З цієї точки зору очевидною метою є побудова так званого «ефективного ціноутворення », яке забезпечує максимальну ліквідність фінансових інструментів, які продаються (купуються) на окремих сегментах фінансового ринку.

Критеріями цього виступають показники кон'юнктури ринку такі як обороти ринку, цінова динаміка, величина спредів, кількість торговців і т.д. Однак слід зазначити, що даний підхід актуальний тільки для країн з уже налагодженими механізмами ринкового ціноутворення. В силу багатьох причин ми не можемо домогтися того ж результату тими ж засобами на українському фондовому ринку. В українських умовах стратегічну мету слід визначити як формування ефективної системи формування і забезпечення ціноутворення на ринку цінних паперів, який може служити ефективним механізмом залучення та перерозподілу капіталу у вітчизняній економіці, стимулює внутрішню інвестиційну активність і зміцнює позиції країни на світовому ринку.

У тактичному плані на ринку цінних паперів необхідно перейти від «інтравертного» ринкового ціноутворення, яке фактично існує у вигляді самозадоволеного ринкового механізму, яким задовольняються чиїсь власні інтереси і яке замкнено само на себе, до «екстравертного» ринкового ціноутворення, яке обслуговує потреби реального виробництва. Крім цього, ринок цінних паперів повинен бути максимально відкритий для масового інвестора з прозорими механізмами ціноутворення та затребуваний як засіб залучення коштів. Причому найвищий пріоритет повинен бути наданий інтересам внутрішніх учасників ринку, саме під їх потреби повинні бути сформовані ринкові механізми ціноутворення.

Множинність і взаємозалежність факторів на ринку цінних паперів обумовлює неочевидність результатів їх впливу. Це істотно ускладнює розробку стратегії формування ефективних механізмів ціноутворення на ринку цінних паперів України. В таких умовах доцільно скористатися можливостями кількісного фінансового аналізу – найбільш динамічного на сьогодні напряму економічної науки, який сформувався на стику фінансової науки і математики. Він дозволяє виконати аналіз складних цінових проблем у різних їх постановках, що залежать від конкретних умов.

З точки зору кількісного фінансового аналізу ринок цінних паперів слід розглядати як складне переплетіння двох процесів: торгівлі фінансовими інструментами та отримання доходу від реалізації інструментів. Безпосереднім об'єктом аналізу тут є формування ціни на фінансові інструменти, що характеризує обидва ці процеси. Основні елементи ціни формуються з показників витрат і чистого доходу. Паралельно через ціни проглядаються різні інформаційні потоки, в числі яких потоки, що містять інформацію про динаміку цін, передачу прав власності, бенефіціарних прав і т.д.

Облік ризику планується здійснювати шляхом використання методів математичної статистики та економіко-математичного моделювання. Ці методи

дозволяють створити багатоваріантну картину можливих наслідків у залежності від зміни умов, впливу внутрішніх та зовнішніх факторів, у тому числі й непередбачуваних, що впливають на ціноутворення на фінансовому ринку. У число актуальних факторів, як активний елемент, входить державне регулювання цін на фінансовому ринку.

Модель ціноутворення на ринку цінних паперів повинна охоплювати два процеси: процес формування цін і їх реалізації і будуватися як єдина логістична система. Логістика в даному випадку буде являти собою загальну стратегічну і тактичну точку зору на ціноутворення на фінансовому ринку та його сегментах, засновану на концепції, інтеграції, концентрації, трансформації цін. При цьому функція логістики не повинна бути абстрактною: необхідно розглядати конкретне і практичне ціноутворення, яке безпосередньо пов’язане з процесом формування і реалізації цін на фінансові товари, послуги під дією факторів.

Аналізуючи процеси формування, реалізації та контролю цін, «цінового сервісу» і пов'язаної з ними інформації, слід використовувати найбільш адекватні методи. Один із них полягає в оцінці та моделюванні структури витрат, що виникають у процесі реалізації логістичних функцій, виділення інформації про найбільш значущі цінові процедури і про характер їх взаємодії. Основним критерієм оптимізації логістичної системи в цьому випадку є мінімізація сукупних витрат протягом усього логістичного ланцюга.

Процес формування ціни повинен бути ранжований за етапами для ефективного прийняття рішень у ціновій політиці суб’єктів фінансового ринку. Проте кінцевою метою оптимізації ціноутворення на фінансовому ринку є все ж не максимальне скорочення внутрішніх витрат (для цього було б достатньо гранично спростити систему, з'єднавши продавця фінансових товарів з покупцем безпосередньо). Мета полягає в скороченні очікуваних витрат на досягнення бажаних цілей продавцями і споживачами. Формалізація цієї мети в конкретних кількісних показниках вимагає залучення категорії ефективності логістичної системи, яка в загальному сенсі характеризується відношенням корисного результату до витрат на його отримання.

Оптимальне співвідношення ефекту і витрат у даному випадку є динамічною характеристикою, воно забезпечується при правильному виборі напрямку розвитку фінансового ринку. Максимальний ефект повинен досягатися в умовах раціонального використання наявних ресурсів. При цьому необхідне точне формулювання оптимізаційної задачі, зокрема, необхідно вказати, протягом якого часу повинен бути досягнутий оптимум. Фактор часу безпосередньо відбивається у цільовій функції. Від останньої залежить величина витрат, необхідних для реалізації оптимального плану розвитку ціноутворення на фінансовому ринку.

Витрати суттєво знижуються у випадку використання синергії елементів ціноутворення. Логістична синергія дозволяє використовувати ефект взаємного посилення позитивного ефекту від зв'язку різних елементів системи один з одним. Ефективність логістичної системи доцільно оцінювати за допомогою системи показників, що характеризують виконання основних функцій,

пов'язаних з обслуговуванням продавців та покупців, при заданому рівні логістичних витрат.

Основне завдання при розробці загальної моделі ціноутворення на фінансовому ринку зводиться до опису процесів ціноутворення на конкретний фінансовий інструмент(групу інструментів) у чітко окресленому сегменті торгівлі. Перший крок у цьому напрямку полягає у розробці структури ціни, розчленуванні її на етапи, що розрізняються своїм змістом та розмірами витрат. Оскільки модель повинна давати оцінки для різних можливих величин прибутку і витрат, вони, в свою чергу, повинні визначаться зовнішніми умовами і власне внутрішньо системними параметрами. Переважна більшість вихідних даних у даному випадку є оціночними, зразковими. Це особливо притаманне параметрам з сильною залежністю від зовнішніх факторів.

Залежність модельованих потоків від безлічі різноманітних даних, що відносяться до майбутнього, не дозволяє отримати однозначні відповіді на всі поставлені запитання. У таких ситуаціях дуже корисний так званий сценарний підхід. Він передбачає отримання модельних результатів для деякого базового сценарію, в якому фіксуються найбільш імовірні умови для створення і функціонування фінансового ринку. Далі аналогічні оцінки виходять для песимістичного і оптимістичного варіантів. Сукупність отриманих оцінок дає можливість більш надійно уявити собі реальні наслідки різних впливів системи державного регулювання цін на фінансовий ринок.

Традиційна методологія полягає в оцінці того, наскільки успішно виконуються планові завдання, у визначенні найважливіших факторів негативних відхилень та їх усунення. При цьому головним є ретроспективний аналіз, тобто або порівняння теперішнього з минулим, або фактичного стану справ з плановими завданнями, встановленими на початку планованого періоду. Тому традиційна схема передбачає послідовну деталізацію факторної моделі результативного показника по шляху просування від узагальнюючих факторів до конкретних причин відхилень.

До сучасного українського ринку цінних паперів така методологія непридатна. Завдання оцінки стану справ у цілому, вибору генеральної лінії, прийняття стратегічного рішення ускладнюється неповнотою накопиченої інформації, а також невизначеністю загальноекономічної політики держави. У даній ситуації найбільш вживаною є методологія ситуаційного економічного аналізу. Вона передбачає побудову узагальнюючого показника ефективності, що є основою оцінки ситуації, і створення інформаційного поля для прийняття ситуаційних рішень шляхом факторного розкладання приросту узагальнюючого показника ефективності. При цьому широко використовується додаткова інформація, що не відноситься безпосередньо до ринку цінних паперів. Робоче бачення ситуації, орієнтоване на її аналіз економіко-математичними методами, можна сформулювати, виділяючи ключові, визначальні компоненти відповідного інформаційного поля.

Наступним кроком є вирішення питання про методику комплексної оцінки ситуації в цілому, яка набуває форму обґрунтування адекватного способу вимірювання економічної ефективності. Далі здійснюються модельні

оцінки ефекту та ефективності для широкого діапазону можливих умов і виявлення на цій базі найбільш важливих вхідних параметрів моделі.

Це дозволяє сформулювати гіпотези про закономірності динаміки результатів функціонування системи ціноутворення ринку цінних паперів залежно від зміни кожного із вхідних параметрів. У результаті виходить не єдина оцінка ефективності, а розгорнута картина можливих значень ефективності для різноманітних можливих ситуацій.

Особливістю даної методології економічного аналізу є те, що тут ставиться завдання не тільки отримання заданого переліку індикативних характеристик, але й формування самої системи показників, необхідної для ціноутворення на фінансовому ринку. При виборі способу вимірювання ефективності, адекватного поставленому завданню, необхідно виходити з того, що рішення регуляторів ціноутворення приймаються в умовах реально функціонуючого об'єкта. Керівники державних регулюючих органів на відміну від дослідників у галузі природничих наук не можуть експериментувати. Експерименти занадто дорогі, а їх наслідки часто виявляються ще дорожче. Тому єдиний спосіб наукового обґрунтування регулюючих впливів пов'язаний з використанням математичних моделей.

Їх завдання полягає у виявленні факторів, що діють позитивно і негативно на ефективність ціноутворення, максимально можливим посиленні позитивних факторів і елімінуванні негативних.

РЕЗЮМЕ

Теоретичні основи ціноутворення на ринку цінних паперів тісно пов’язані функціонуванням і закономірностями ціноутворення на фінансовому ринку, оскільки ринок цінних паперів є сегментом фінансового ринку. Фінансовий ринок є сферою, через яку здійснюється переміщення ресурсів від одного суб’єкта до іншого на засадах купівлі-продажу прав на їх використання на постійній (акціонерний капітал) або тимчасовій (позиковий капітал) основі. Об’єктами купівлі-продажу на фінансовому ринку є фінансові ресурси та права на їх використання на певних умовах. Умови використання (плата, терміни, ризики) визначаються фінансовими інструментами, за допомогою яких права на використання фінансових ресурсів були набуті.

Фінансові інструменти ринку цінних паперів – це угоди, що обертаються на ринку, які мають цінність і за допомогою яких здійснюються операції на фінансовому ринку. Вони класифікуються таким чином:

- до першої групи слід віднести базові (основні) фінансові інструменти, які слугують основою для створення похідних фінансових інструментів та ціноутворення на них, і які, як правило, існують у вигляді пайових та боргових цінних паперів;

- до другої групи – прості похідні фінансові інструменти: форварди, ф’ючерси, опціони, свопи на прості базові фінансові інструменти (акції чи облігації);

- до третьої групи – гібридні похідні фінансові інструменти у вигляді конгломератів простих і похідних фінансових інструментів;

- до четвертої групи – структуровані фінансові інструменти (продукти) – комплексні фінансові інструменти, доходи і виплати за яким залежать від поєднання базових фінансових інструментів і одного або декількох похідних фінансових інструментів. Такі продукти мають властивість переносити первинний ризик кожної із його компонент на окремий фінансовий інструмент і створюються, насамперед, для фінансування емітентів і тільки тоді для задоволення потреб інвесторів.

Завдяки гнучкості похідних інструментів можна побудувати практично будь-який фінансовий продукт із заданими параметрами ризику і прибутковості: починаючи від консервативного повного захисту первісного капіталу, закінчуючи продуктом з частковою схильністю інвестованих коштів до ринкового ризику.

Ціноутворення на ринку цінних паперів як нова галузь знань у своїй теоретичній складовій повинна врахувати специфіку фінансового ринку та ринку цінних паперів, на якому єдиним товаром виступають реальні (готівкові або безготівкові) грошові кошти, а в якості засобів платежу – фінансові інструменти. Фінансовий інструмент – це контракт між власником заощаджень (кінцевим кредитором) і кінцевим позичальником – «споживачем» грошових коштів у сфері матеріального виробництва, від якого безпосередньо залежить збільшення чи зменшення грошової маси в господарському обороті країн і світовій економіці в цілому. Завдяки тому, що безпосередні відносини «кінцевий кредитор – кінцевий позичальник» це, швидше, виняток ніж правило, на фінансовому ринку має місце розвинена посередницька мережа (інфраструктура), кожній ланці якої властиві специфічні контракти.

Ринок цінних паперів – це сфера торгівлі (розміщення і обігу) всіма формами фінансових інструментів, у тому числі і структурованими фінансовими продуктами, через яку здійснюється переміщення фінансових ресурсів від одного суб’єкта до іншого на засадах купівлі-продажу прав на їх використання на постійній (акціонерний капітал) або тимчасовій основі (позиковий капітал). Умовою існування і функціонування ринків цінних паперів є комбінована форма торгівлі, яка реалізується через фінансові послуги. Кінцевим фінансовим продуктом споживання на ринку цінних паперів є роздрібний структурований фінансовий продукт.

Теоретичні основи походження цін на ринку цінних паперів слід пов’язувати з класичними підходами до її визначення та теоріями, покладеними в основу функціонування, розвитку і прогнозування фінансового ринку, що дозволяє забезпечити індивідуальний підхід до ціноутворення на окремих сегментах ринку, не порушуючи при цьому цілісного системного підходу до ціноутворення як економічного процесу.

Організаційно економічну структуру ринку цінних паперів складають учасники процесу ціноутворення – постачальники і споживачі фінансових ресурсів, у тому числі й інституційні учасники – фінансові посередники, які беруть безпосередню участь (через взаємозв’язок попиту і пропозиції на фінансові ресурси) у формуванні цін на фінансові ресурси; а також інфраструктурні учасники, які забезпечують процеси ціноутворення і

представлені на фінансовому ринку у якості реєстраторів угод, розрахунків за угодами, організаторів торгівлі; регуляторів, які забезпечують регулювання та нагляд за діяльністю фінансових установ, які взаємодіють між собою через механізм ціноутворення.

Основу механізму ціноутворення на ринку цінних паперів складають інфраструктурні інструменти забезпечення процесів ціноутворення, інституційні учасники з власною ціновою політикою, методологічний інструментарій формування цін, важелі впливу та конкурентні позиції окремих фінансових інструментів.

Необхідність регулювання ринку цінних паперів України на сучасному етапі пов'язана з інтеграційними, інформатизаційними та глобалізаційними процесами та продиктована передумовами як усередині країни, так і поза її межами, і передбачає формування та розвиток інфраструктури фінансового ринку та ринку цінних паперів, до якої входить торговельна, розрахункова та облікова системи.

У сучасній Україні цінові механізми ринку цінних паперів, засновані на добросовісній конкуренції, ще не укріпилися, а досить великі інвестиційні потреби не врівноважені можливостями отримання інвесторами високих доходів. Ліквідувати такі дисбаланси в системі функціонування ринку цінних паперів можливо шляхом громадського та державного контролю за цінами, враховуючи специфіку їх походження. З огляду на це, не можливо залишити організаційну систему ціноутворення на ринку цінних паперів на звичайних класичних позиціях, не коригуючи при цьому процеси формування цін на фінансові товари та послуги під впливом факторів, викликаних кризовими явищами у фінансовому секторі економіки. Адже світова практика ціноутворення свідчить про те, що спиратися виключно на самоорганізацію ціноутворення на ринку цінних паперів у період нестабільності економічного розвитку неприпустимо, оскільки зростаючі потреби в капіталах завжди провокували емітентів конкурувати за кошти вибагливих у своєму виборі інвесторів. Особливу роль у цих процесах необхідно відвести регулюванню цін на цінні папери та надання позик.

РОЗДІЛ 2

ПЕРЕДУМОВИ ТА ЧИННИКИ ФОРМУВАННЯ ЦІН НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

2.1. Методологічні засади ціноутворення на ринку цінних паперів

Ринок цінних паперів, як було зазначено у попередньому розділі, – це складна ієрархічна система, до складу якої входить упорядкована сукупність взаємопов'язаних та функціонально взаємозалежних підсистем, у межах яких здійснюється кругообіг цінних паперів. Складність, системність такого явища як ринок цінних паперів, специфічність товару, який купується і продається на цьому ринку, обумовлюють необхідність вироблення специфічних методологічних підходів до дослідження процесів ціноутворення на ньому.

Фахово проблематику ринків цінних паперів, пов'язану з їх еволюційним розвитком та механізмом їх функціонування досліджують уже тривалий час фахівці світового рівня Дж. Бейлі, Дж.К. Ерроу, Г. Марковіц, А. Маршал, Х. Мінскі, Ф. Модільяні, Дж.М. Кейнс, Дж. Сорос, Дж. Стігліц, Дж. Тобін, Ф. Фабоці, У. Шарп та інші. Значний внесок у розробку теоретичних аспектів розвитку ринку цінних паперів належить таким вітчизняним ученим як Л. Алєксєєнко,.І. Андрущенко, В. Базилевич, Я. Зінченко, В. Зимовець, Г. Калач, В. Корнєєв, В. Кравченко, М. Крупка, В. Лук'янов, З. Луцишин, І. Лютий, В. Міщенко, О. Мозговий, В. Опарін, В. Федосов, С. Хоружий, А. Чухно, В. Шелудько та інші. Серед російських дослідників, які досліджували характеристики цінних паперів у взаємозв'язку з ціноутворенням на них, Т. Берднікова, С. Карпова, М. Лев, П. Лансков, Я. Міркін, В. Єсипова, С. Павлов та інші.

Разом з тим питання ціноутворення на основні фінансові продукти залишаються мало дослідженими та недостатньо розробленими як у вітчизняній, так і зарубіжній літературі. Тому розглянемо критерії та ознаки в ціноутворенні ринку цінних паперів як окремого сегменту фінансового ринку.

Ринок цінних паперів досить часто ототожнюють з фондовим ринком і зазначають, що він є інтегральним механізмом у рамках якого:

1) здійснюється оцінювання (лістинг) цінних паперів і похідних фінансових інструментів;

2) постійно оцінюється їх конкурентоспроможність через систему відповідних індексів;

3) купівля-продаж насамперед «блакитних фішок»;

4) відбувається оперативний і масштабний перерозподіл фінансового капіталу;

5) нарощується інвестиційний ресурс відповідної компанії, галузі того чи іншого сегмента національного господарства[1].

Цінні папери в марксистській традиції аналізу економічних категорій, по-перше, «..служать титулами власності, які представляють реальний капітал, і є його «паперовими дублікатами»[2]; по-друге згідно з К. Марксом «реальний капітал не існує двічі» один раз як капітальна вартість титулу власності, і другий раз як капітал дійсно вкладений, або який підлягає вкладенню в …підприємство[3]. Цінні папери є титулом власності, який дає «тільки юридичне право на отримання частини доданої вартості»[4] і існують в якості дублікатів, які самі по собі можуть продаватися як товари. Вони утворюють фіктивний капітал, який створюється капіталізацією доходу за цінними паперами[5]. Крім цього, цінні папери набирають форму капіталу, який приносить відсотки, не тільки тому, що забезпечують відомий дохід, але й тому, що шляхом продажу за них можливо повернути гроші як за капітальну вартість[6].

Сучасне теоретичне уявлення про цінні папери теж особливо не відходить від марксистської традиції. В економічній літературі 90-х років[7,8,9] розповсюджена думка, що акції й інші цінні папери є капіталом, тому що дають можливість своїм власникам присвоювати частину доданої вартості у вигляді дивідендів або відсотків, а також тому, що можуть бути продані. В той час, цінні папери – це фіктивний капітал, оскільки вони не мають вартості, хоча передаються і купуються на біржі, їх ціни носять раціональний характер.

М.І. Туган-Барановський зазначає, що через цінні папери проходить фетишизація капіталу, адже « капітал-фетиш, капітал, який несе золоті яйця, породжує сам із себе процент, знаходить своє найбільш привабливе і наглядне вираження в позиковому капіталі»[10]. Російський фінансист Я.М. Міркін у своїй дисертації[11] наголошує на тому, що цінні папери представляють собою права індивідів, в тому числі майнові, на уречевлену форму вартості – права, які

---

[1] *Лук'янов В.С.* Сучасні фінансові ринки : монографія / В. С. Лук'янов. – К. : Знання, 2013. – С.291.

[2] *Маркс К.* Капитал. / К. Маркс. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – Том третий. Ч 2. – 1978. – С. 525.

[3] Там само С.515.

[4] *Маркс К.* Капитал. / К. Маркс. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – Том третий. Ч 2. – 1978. – С. 525.

[5] Там само. С.518.

[6] Там само С. 525.

[7] *Павлов С. В.* Фондовая биржа и ее роль в экономике современного капитализма / С. В. Павлов. – М.: Финансы и статистика, 1989. – С. 10.

[8] *Карпушкина А.В.* Рынок ценных бумаг в условиях переходной экономики России : автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. Наук : спец. 08.00.01. «Экономическая теория» / Анжела Викторовна Карпушкина. – Челябинск, 1999. – С. 12.

[9] Экономическая теория (политэкономия): учебник / Под общей ред. В.И.Видяпина, Г.П. Журавлевой. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С. 443.

[10] *Туган-Барановский М.И.* Основы политической экономии. / М.И. Туган-Барановский. – М. : Русская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 1998. – С. 92.

[11] *Миркин Я.М.* Российский рынок ценных бумаг (Влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития) : дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Миркин Яков Моисеевич ; Финансовая академия при Правительстве Российской федерации. – М.: 2003. – 575 с.

відокремлені, які існують у самостійній речовій формі – у вигляді цінних паперів або так званих «паперових дублікатів». Кожній уречевленій формі, в якій існує вартість, відповідають свої цінні папери, які, в свою чергу, можуть бути предметом власності, купуватися і продаватися, передаватися в заставу та інше.

Р.Гільфердінг вважав центральним пунктом в обігу цінних паперів теж відносини власності та довів необхідність спекуляції. Зокрема він вважав, що при обігу цінних паперів мова йде про передачу власності, обіг простих титулів власності не супроводжуються одночасним перенесенням споживчих вартостей[1]; а… спекуляція необхідна «…для того, щоб цей ринок завжди був готовий до сприйняття грошового і фіктивного капіталу: тільки це і створює для грошового капіталу … постійну можливість перетворюватися в фіктивний капітал і з фіктивного капіталу знову в грошовий капітал»[2]. Варто наголосити, що фіктивний капітал є основою спекулятивного капіталу і навпаки. Фіктивність певної частини фінансового капіталу, з одного боку, і спекулятивні можливості його відтворення, з іншого, мають неминучим результатом таке паразитарне явище як спекулятивний ринок. Орієнтація на отримання ситуативних доходів від цінових коливань вартості фінансових активів зазвичай називається фінансовою спекуляцією[3].

Отже, за усталеною науковою думкою, цінні папери, як товари ринку цінних паперів, представляють капітальну вартість титулу власності та утворюють фіктивний капітал. Фіктивність певної частини фінансового капіталу в сучасних умовах, у процесі ціноутворення, породжує спекулятивну можливість його відтворення.

Якщо дотримуватися широкого підходу до терміну «цінні папери» (securities) і «ринку цінних паперів» (market securities), то можна зустріти в документах ряду національних та міжнародних організацій з регулювання ринку цінних паперів дещо різні підходи. Так, відповідно до Єдиного торговельного кодексу США (UCC), до цінних паперів відносяться акції, облігації, боргові зобов'язання держави і похідні від них інструменти. При цьому деривативи, які засновані на процентних ставках, визначені як товари (commodities), а також коносаменти та складські свідоцтва, не визначені як цінні папери[4]. У Законі про торгівлю цінними паперами Німеччини до цінних паперів відносяться акції, боргові папери і опціонні свідоцтва, інструменти, випущені інвестиційними фондами[5]. У Цивільному кодексі РФ (частина 1, стаття 142) до цінних паперів віднесені не тільки акції, облігації, а й чеки, векселі, депозитні й ощадні сертифікати, коносаменти, приватизаційні цінні

---

[1] *Гильфердинг Р.* Финансовый капитал. / Р. Гильфердинг. – М.: Государственное социально-экономическое издательство, 1931. – С.156.

[2] Там само С.152.

[3] *Лук'янов В.С.* Сучасні фінансові ринки : монографія / В. С. Лук'янов. – К. : Знання, 2013. – С. 360.

[4] Единообразный торговый кодекс США : официальный текст / Пер. с англ. [Серия "Современное зарубежное и международное частное право"]. – М.: Международный центр финансово-экономического развития, 1996. – С. 155, 307.

[5] German Capital Market Law. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bafin.de.

папери та інші документи, які законами про цінні папери віднесено до цінних паперів. Законом РФ «Про ринок цінних паперів» тлумачення цінних паперів подано у більш вузькому розумінні, але введено поняття «емісійні цінні папери», що включає акції, облігації, опціони емітента та російські депозитарні розписки. Похідні фінансові інструменти, крім опціону емітенту, в російському законодавстві не визначені[1]. В українському законодавстві цінні папери визначені, як документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що випливають із цих документів, іншим особам[2].

Отже, поняття «цінний папір» у науковій літературі є надто суперечливе, як з позицій усвідомлення сутності фінансових інструментів, так і з різних трактувань цього терміну в законодавчій базі різних країн. У класичній теорії права під терміном «цінний папір» розуміють спеціальний юридичний документ, який засвідчує певну сукупність прав, що можуть бути реалізовані пред'явником такого документа. З правової точки зору, розуміння цінного паперу є вужчим, оскільки його юридична форма є відображенням і фіксацією визначених економічних відносин, які складаються у процесі виробництва, обігу і використання капіталу в сучасному суспільстві. Цінні папери є титулами власності на реальний капітал, відображають «дублікат, тінь цього капіталу», абсорбуючи таким чином надлишковий капітал, за величиною порівнянний з усім реально діючим капіталом»[3]. Але при цьому зрозуміло, що мова йде не про один і той капітал. З економічної точки зору цінний папір є формою існування капіталу, відмінною від його товарної, продуктивної і грошової форм, яка може передаватися замість нього самого, обертатися на ринку як товар і приносити дохід. Це особлива форма існування капіталу поряд з його існуванням у грошовій, продуктивній і товарній формах, при якій у власника капіталу сам капітал відсутній, але є майнові права на нього, які й зафіксовані у формі цінного паперу. Остання дозволяє відокремити власність на капітал від самого капіталу і відповідно включити останній у ринковий процес у таких формах, у яких це необхідно для самої економіки.

Таким чином, з позицій ціноутворення, цінний папір – це документ, який продається і купується (передається) по відповідній ціні та має двоїсту природу походження: юридичну та економічну, оскільки одночасно виступає об'єктом цивільного права та об'єктом ринкових відносин.

Сьогодні класична теорія цінних паперів зазнає випробувань у результаті впливу двох чинників – зменшення в обігу кількості існуючих цінних паперів на пред'явника із відповідним збільшенням ролі іменних цінних паперів та

---

[1] О рынке ценных бумаг / Закон Российской Федерации № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа. – http://docs.cntd.ru/document/9018809

[2] Про цінні папери та фондовий ринок / Закон України № 3480-IV від 23 лютого 2006р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу. – http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page

[3] *Павлов С. В.* Фондовая биржа и ее роль в экономике современного капитализма / С. В. Павлов. – М.: Финансы и статистика, 1989. – С. 10.

застосування на фондових ринках новітніх технічних досягнень, зокрема випуск цінних паперів у формі електронних записів на рахунках з відмовою від паперової форми документа[1]. Це свідчить про те, що економічний зміст і зовнішня форма цінних паперів, які обертається на ринку, не є однаковою. Більше того, з появою новітніх комп'ютерних технологій вони набули електронної форми, і стає вже сумнівним застосування до фінансових інструментів дефініції «цінний папір».

Специфіка, яка відрізняє матеріальний товар від цінного паперу, полягає в тому, що цінний папір складно представити відокремленим від компанії, яку він представляє. Цінний папір не є продуктом споживчого ринку, який розрахований на масового споживача[2]. Цінні папери – це специфічний товар, у якого практично відсутня вартість, і в той же час, є споживча вартість, тому потрібно досліджувати фактори, які визначають цінність акцій і облігацій з погляду продавця і покупця[3]. Споживча вартість для інвесторів полягає у спроможності цінних паперів задовольняти певні потреби вкладників шляхом можливості отримання певного доходу: виплати відсотків, дивідендів, зростання курсу акцій, а рівень доходу порівнюється з ризиком, що несе власник цінного паперу[4]. Отримання певного доходу в процесі ціноутворення пов'язане з ризиками.

Отже, в ціноутворенні дохід, який отримує власник цінних паперів включає не тільки плату за користування ЦП, але й плату за ризик, оскільки ризик і дохід на ринку ЦП є поняттями взаємозалежними. Слід зазначити, що надбавка за ризик несплати знаходиться у прямій залежності від вірогідності невиконання своїх зобов'язань позичальником. Для власників акцій ціна буде виражатися у вигляді дивідендів та приросту вартості таких акцій; за облігаціями – у вигляді відсотків та приросту ринкової вартості.

Таким чином, основним критерієм при визначенні ціни цінного паперу є його цінність, яка виявляється через споживчу вартість – здатність цінних паперів задовольняти потреби вкладників шляхом можливості отримання певного рівня доходу, який знаходиться у взаємозв'язку з ризиком, що несе власник цінного паперу.

Визначення ціни цінного паперу є також питанням дискусійним, оскільки серед учених є різні підходи до розуміння ціни цінного паперу і його вартості: одні вважають їх дефініціями-синонімами, інші – різними економічними поняттями.

Ряд учених вважають, що ціна цінного паперу – це його вартість. Наприклад, С.З. Шклярук зазначає: «… ціна звичайної акції визначається

---

[1] *Кологойда О.В.* Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О.В. Кологойда. – К.: Юрінком Інтер, 2008. – С. 36–37.

[2] Финансовый маркетинг: теория и практика : учебник / [О. А. Артемьева, С. В. Карпова, Б. С. Касаев и др.] ; под общей ред. С. В. Карповой. – М. : Юрайт, 2013. – С. 283.

[3] *Павлов С. В.* Фондовая биржа и ее роль в экономике современного капитализма / С. В. Павлов. – М.: Финансы и статистика, 1989. – С. 30.

[4] *Алєксєєнко Л.М.* Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку : монографія / Л.М.Алєксєєнко. – Тернопіль : Економічна думка, 2004. – С. 317.

поточною (дисконтованою) вартістю дивідендів, які інвестори очікують отримати від компанії, пропонуючи їм свої гроші»[1]. Інші вчені, наприклад, М.В. Старинський, Ж.В. Завальна[2], Т.Б. Бердникова, навпаки, базують визначення багатьох різновидів вартості цінних паперів на цінах: середня аукціонна, біржова (котирувальна); базова, курсова вартості розраховуються як середні ціни. Таким чином, середні ціни вони називають вартостями. Багато хто вважає, що ринкова ціна і ринкова вартість – це тотожні показники. Так, наприклад В.А. Мельник констатує, що « … ринкову вартість акцій інколи ще називають курсовою вартістю, тобто ціною, за якою акції певного акціонерного товариства продаються і купуються в певний день»[3]. Т.Б. Бердникова вважає, що « в практике оценки под рыночной стоимостью понимается наиболее вероятная цена, по которой данная ценная бумага может бать отчуждена на открытом рынке в условиях конкуренции»[4]. А.В. Лямин, П.В. Воробйов зазначають, що « …расчетная (или внутренняя, или теоретическая) стоимость (или цена) акции – это цена, которая должна обеспечивать получение требуемой нормы прибыли[5].

На нашу думку, для уникнення подвійного тлумачення ціни і вартості необхідно внести наступні уточнення. Під вартістю слід вважати цінність, яка проявляється на ринку у вигляді споживчої та мінової вартості. Споживча вартість відображає здатність його задовольняти потреби покупця, а мінова забезпечує еквівалентний обмін фінансових товарів. Цінність є суб'єктивною, а не конкретною категорією, теоретичним абстрактним поняттям, яке залежить від багатьох чинників. Тому, з нашої точки зору, немає необхідності представляти на ринку цінних паперів практично їх дві ціни – власне ціну і вартість. Ринок визнає лише ціну, а не вартість при будь-яких модифікаціях. Інші види вартості (балансова, номінальна, амортизована) необхідні для правильності відображення фінансових інструментів в обліку та оцінки потенціалу зміни їх ціни, а також стану емітента цінного паперу. А з точки зору ціноутворення інтерес являє лише одна вартість – ринкова.

З метою систематизації ціноутворення на ринку цінних паперів пропонується розглядати фінансові інструменти[6] як фінансові товари ринку цінних паперів (РЦП), які мають відповідну ціну та обертаються на ринку у відповідності до наступної сегментації РЦП (рис. 2.1).

---

[1] *Шклярук С.Г.* Проектне фінансування : навч. посіб. / С.Г. Шклярук. – К. : ДП Видавничий дім «Персонал», 2009. – С. 239.

[2] *Старинський М.В.* Правове регулювання відносин у сфері випуску та обігу цінних паперів в Україні : навч. посіб. / М.В. Старинський, Ж.В.Завальна. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2007. – С. 183.

[3] *Мельник В.А.* Ринок цінних паперів. Довідник керівника підприємства. [Спеціальний випуск] / В.А.Мельник. К.: АЛД.Віре-Р, 1998. – С. 219.

[4] *Бердникова* Т.Б. Оценка ценных бумаг : учеб. пособ. / Т.Б.Бердникова – М. : ЦИФРА-М., 2003. – С. 72–73.

[5] *Лямин А.В.* Рынок ценных бумаг : учебник / А.В. Лямин, П.В.Воробьев. – М. : ТК Велсби, 2006. – С. 59.

[6] Для визначення специфічних характеристик ціноутворення на РЦП ми обмежилися основними групами фінансових товарів

Рис. 2.1. Основні складові ринку цінних паперів
Джерело: побудовано автором

На ринку основних фінансових інструментів розміщуються, обертаються (купуються та продаються) основні фінансові інструменти: пайові (акції) та боргові (облігації корпорацій та державні боргові зобов'язання). У контексті ціноутворення їх можливо розглядати відповідно як дивідендні (акції) та процентні і дисконтні (облігації) цінні папери.

На ринку похідних фінансових інструментів (ПФІ) реалізуються ф'ючерси, форварди, опціони, свопи та інші. Основними тенденціями формування і розвитку ринку ПФІ в світі є: глобалізація ринків ПФІ та формування транснаціональних бірж; суттєві обсяги торгів на біржовому та позабіржовому ринках ПФІ; стрімкий розвиток позабіржового ринку ПФІ та не стандартизованих (індивідуальних) контрактів, які точніше відповідають запитам інвесторів; поява новацій фінансового інжинірингу на ринку ПФІ, що значно розширює коло фінансових інструментів для формування сучасних стратегій ризик-менеджменту; лібералізація регулювання, що позитивно вплинула на розвиток ринку ПФІ у світі; застосування новітніх технологій і електронних систем торгів[1].

Зазначені вище структурні особливості ринку цінних паперів продукують досить складні тенденції в методології ціноутворення на ринку цінних паперів, які в окремих деталях суттєво різняться на основних складових ринку: ринку основних фінансових інструментів та ринку деривативів.

Системний підхід до організації процесів ціноутворення передбачає вивчення сутності цінних паперів з точки зору їх класифікаційних характеристик. З цією метою нами систематизовані цінні папери за такими ознаками (табл.2.1).

[1] *Бурденко І.М.* Основні етапи розвитку світового ринку похідних фінансових інструментів / І.М. Бурденко // Економічній форум / Луцький національний технічний університет ; ред. д.е.н., проф. Герасимчук З. В. – Луцьк, 2012. - № 1. – С. 277–285.

Таблиця 2.1

Класифікація цінних паперів

Класифікаційна ознака	Види цінних паперів
Термін існування	Строкові(короткострокові, середньострокові, довгострокові), безстрокові
Форма існування	Паперова(документарна) і не паперові (без документарна)
Порядок фіксації власника	Іменні(власник фіксується на бланку або в спеціальному реєстрі), на пред'явника (власником є безпосередній утримувач), ордерні
Форма обігу (порядок передачі)	Ті, які передаються за погодженням сторін або ті, які передаються за наказом власника – індосамента
Форма випуску	Емісійні та неемісійні цінні папери
Національна належність	Українські, іноземні
Вид емітента	Державні, корпоративні, приватні
За сферою обігу	Ринкові, неринкові
Цілі використання	Інвестиційні та не інвестиційні
Рівень ризику	Безризикові, ризикові
Рівень доходу	Бездохідні, дохідні (процентні, дивідендні, дисконтні)
Номінал	Постійний чи змінний

Джерело: систематизовано на основі: Финансовый маркетинг: теория и практика : учебник / [О. А. Артемьева, С. В. Карпова, Б. С. Касаев и др.] ; под общей ред. С. В. Карповой. – М. : Юрайт, 2013. – С. 283.

Що стосується важливості функціонування сегменту ринку державних цінних паперів, то слід відмітити, що цей сегмент займає стратегічно важливе положення в державі, оскільки від результативності його функціонування залежить « …організація фінансування цільових програм розвитку економіки; формування діючого фінансово-кредитного механізму та державного бюджету; забезпечення ефективності грошово-кредитної політики держави; підтримка активності всіх сфер економіки»[1]. Основні особливості ціноутворення на державні цінні папери закладаються їх емітентами ще на стадії розробки і прийняття умов випуску цінних паперів, визначення ринкового простору їх розповсюдження і дії. Якщо такий простір є вкрай вузьким, то ціна державних цінних паперів практично однозначно визначається такими завчасно установленими параметрами, як ціна первинного розміщення, ціна погашення, процентна ставка і премія. У цьому випадку ціна прив'язується до дати продажу цінного паперу і може бути названа призначуваною.[2] Зважаючи на викладене вище, ціноутворення на ринку державних цінних паперів є базовим по відношенню до ціноутворення на рину корпоративних цінних паперів, яке відбувається за загальним сценарієм конкурентного ринку.

Ціль функціонування ринку цінних паперів полягає в залученні інвестицій в економіку шляхом встановлення необхідних контактів між тими, хто має потребу в коштах, і тими, хто хотів би інвестувати надлишковий дохід.

[1] *Лев М.Ю.* Ценообразование : учебник / М.Ю.Лев. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2008. – С. 455.
[2] Там само. С.458.

У формуванні правил та технологій ціноутворення слід звернути увагу на подвійну специфіку роботи з ринком, яка полягає в задоволенні потреб споживачів: з одного боку, потреб емітентів в інвестиціях, з іншого – потреб інвесторів в обміні вільних грошових засобів на цінні папери, які в майбутньому можуть принести інвесторам додатковий дохід[1]. При цьому дуже важливою є умова, щоб ринок цінних паперів забезпечував механізм передачі інвестицій (оформлених у вигляді цінних паперів) із «рук в руки» на легітимній правовій основі.

З цією метою окреслимо коло професійних учасників ринку цінних паперів, які формують інфраструктурну складову ціноутворення на ринку цінних паперів, та прямо або опосередковано сприяють процесам ціноутворення на ринку цінних паперів (рис.2.2).

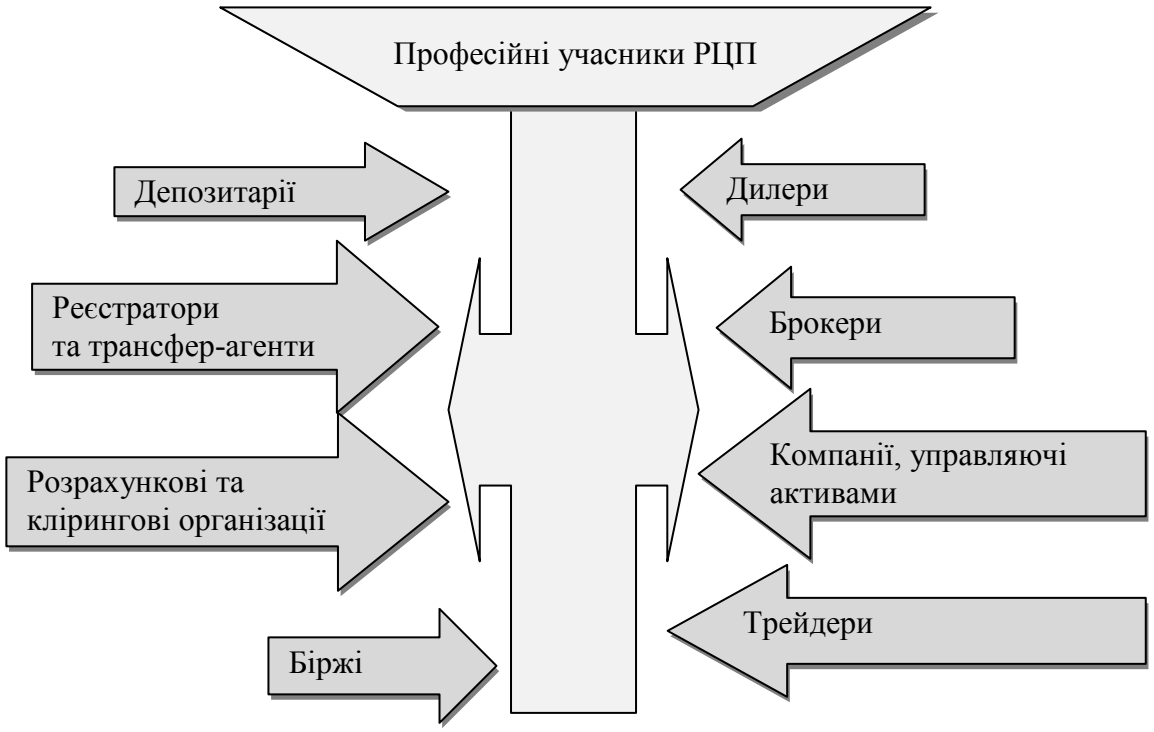


Рис. 2.2. Інфраструктурна складова ціноутворення ринку цінних паперів

Джерело: складено автором

Діяльність професійних учасників ринку цінних паперів дає змогу подолати суперечність між потребами суб'єктів господарювання та обмеженими фінансовими можливостями індивідуальних інвесторів, що зумовлена часовим фактором, так і заощаджувальним потенціалом окремих власників капіталу[2].

Кожен із професійних учасників виконує своє функціональне призначення в ринкових механізмах ціноутворення: 1) реєстратори служать інтересам корпорацій-емітентів цінних паперів у частині ведення реєстру акціонерів; за результатами біржового дня реєстратори збирають інформацію

[1] *Лев М.Ю.* Ценообразование : учебник / М.Ю.Лев. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2008. – С. 286.

[2] *Базилевич В.Д.* Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах / В.Д.Базилевич // Фінанси України. – 2009. – №12. – С.8.

про всі укладені угоди і вносять в реєстр акціонерів; часто делегують свої функції трансфер-агентам, які є посередниками між реєстраторами і депозитаріями. За результати своєї діяльності реєстратори отримують винагороду у підприємства-емітента; 2) депозитарії служать також інтересам акціонерного підприємства, оскільки ведуть облік прав і перехід прав власності на цінні папери своїх клієнтів під час укладання угоди (на рахунках депо); 3) розрахункові і клірингові організації необхідні для сприяння процесам біржового ціноутворення в частині обліку грошових засобів учасників торгів, забезпечують за кожною трансакцією виплати; тут мають місце комісійні витрати, які є частиною транзакційих витрат у біржовому ціноутворенні; 4) біржі є головними організаторами торгівлі на ринку цінних паперів і вирішують наступні завдання:[1] надає місце на ринку професійним учасникам торгів при первинному розміщенні чи вторинному продажу; визначає рівноважну ринкову ціну; забезпечує відкритість біржових торгів; забезпечує арбітраж-механізм безперешкодного вирішення спорів; забезпечує гарантування укладанню угоди; розробляє етичні стандарти, кодекси поведінки учасників біржових торгів; 5) дилер безпосередньо забезпечує купівлю-продаж цінних паперів за рівноважною ціною.

За всієї корисності для економіки учасники ринку цінних паперів, на відміну від суб'єктів виробничої, торговельної чи іншої продуктивної діяльності, не мають прямого інтересу до виробничої результативності вкладених ними коштів. Їх цікавить лише прибуток як такий, незалежно від того, досягнутий він розширенням виробництва чи просто кон'юнктурними коливаннями. З огляду на це, необхідно розрізняти на ринку корпоративних цінних паперів два підходи до ціноутворення:

1) ціноутворення, яке має на меті отримання доходів від інвестування (довгострокового вкладення коштів у цінні папери конкретного підприємства з метою отримання періодичних виплат у вигляді дивідендів чи відсотків);

2) спекулятивне або так зване трейдингове ціноутворення[2].

Саме останнє дозволяє ринку цінних паперів, використовуючи положення «генератора грошей», перетворювати їх на фіктивний капітал і використовувати виключно в спекулятивних цілях. Адже слід визнати, що нині спекулятивні операції надзвичайно поширені на ринку цінних паперів. За деякими оцінками, наразі ¾ запозичень у США беруть участь у біржових спекуляціях[3]. Крім цього, в розвинутому сучасному суспільстві ринок цінних паперів – це не фізичне місце для укладання угод. Нині, за наявності сучасних засобів зв'язку і транспорту, інформації, взаємозв'язок брокера з роздрібними інвесторами здійснюється через систему інтернет-трейдингу без вступу у фізичний контакт з покупцями цінних паперів. Тому з позицій логістики ціноутворення необхідно визнати, що ринок цінних паперів у сучасних умовах

---

[1] *Трегуб И.В.* Технический анализ финансовых рынков : ученик / И.В. Трегуб. – М.: Финансовый университет, 2013. – С. 18–19.

[2] Трейдинг – спроба швидко заробити на різниці цін купівлі і продажу цінних паперів (Автор.)

[3] *Мазур І.* Причини фінансової кризи в умовах глобалізації / І.Мазур, Ю.Сапачук // Вісник Київського національного університету ім. Т.Шевченка. – Серія «Економіка». – 2009. – №109. – С.10.

є структурованим дворівневим ринком з іноваційними механізмами маркетингового ціноутворення (рис. 2.3).

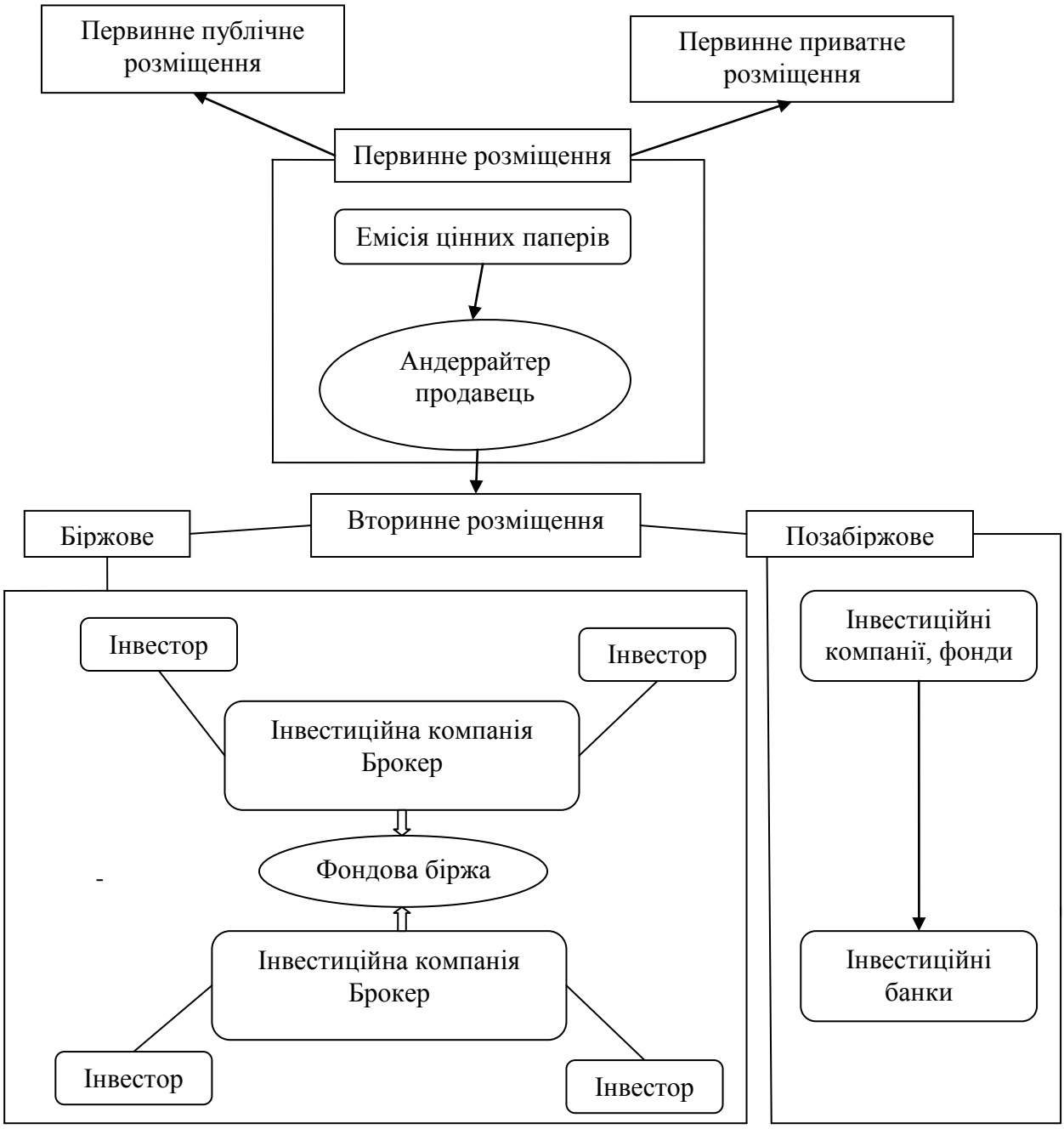


Рис. 2.3. Структура сучасного ринку цінних паперів

Джерело: складено автором

Для ефективного ціноутворення на сучасному ринку цінних паперів необхідно застосувати дворівневу систему маркетингу: маркетинг, орієнтований на конкурентний цінний папір, операцію чи послугу, тобто маркетинг емітента та маркетинг, орієнтований на споживача, маркетинг інвестора. Така система має базуватися на методологічній основі – сукупності

окремих методів і прийомів, на логіці, тобто на послідовності етапів маркетингу.

До інших специфічних ознак ринку цінних паперів, які визначають цінові орієнтири, слід додати наступні: по-перше, ринок цінних паперів – це вузькоспеціалізований (кожний фінансовий продукт націлений на свою аудиторію) ринок. По-друге, це ринок конкурентноорієнтований як внутрішньо, так і зовнішньо. По-третє, ринок цінних паперів, є ринком, який зазнає впливу високих ризиків: законодавчих, систематичних,кредитних, валютних та ризику ліквідності. Наступною особливістю ринку цінних паперів є його нестійка система та висока волатильність, яка зазвичай продукується низьким обсягом ринку, жорсткою регіональною концентрацією та олігополістичним характером ринку. Відбувається надконцентрація угод навколо акцій декількох «першокласних емітентів» з відсутністю передумов для масової пропозиції та попиту на акції. Відповідно для українського ринку акцій властивий короткостроковий спекулятивний характер при вкрай сильній залежності від "гарячих грошей" іноземних інвесторів з переміщенням торгової активності на західні ринки (Лондон, Берлін, Франкфурт, Варшава).

Таким чином, на ринку цінних паперів фундаментальну методологічну основу формують критеріальні ознаки ціноутворення на різні види фінансових інструментів як товарів, які існують у формі основних та похідних фінансових інструментів. Основним критерієм при визначенні ціни цінного паперу є його цінність, яка виявляється через споживчу вартість – здатність цінних паперів задовольняти потреби вкладників шляхом можливості отримання певного рівня доходу, який знаходиться у взаємозв’язку з ризиком, що несе власник цінного паперу. До специфічних ознак ринку цінних паперів слід віднести високу волатильність, ризикоорієнтованість, олігополістичність з високою замінністю товарів та складною структурованістю продуктів, де має місце як ціноутворення, засноване на реальному інвестиційному капіталі, так і спекулятивне ціноутворення, засноване на трейдингу.

Організація процесів ціноутворення пов’язана з класифікаційними характеристиками цінних паперів; має структуроване походження: відбувається в різних сегментах РЦП (сегменті державних і корпоративних цінних паперів) та на різних рівнях ринку (первинному та вторинному ринку). Інфраструктурно-економічну складову ціноутворення на ринку цінних паперів формують професійні учасники ринку, які утворюють підсистему сприяння процесам ціноутворення (дилери, брокери, трейдери) та підсистему ефективного забезпечення ціноутворення (реєстратори, депозитарії, розрахунково-клірингові організації, біржі).

2.2. Кон’юнктура фінансового ринку та вплив її коливань на цінові дисбаланси ринку цінних паперів

Інтеграція фінансових ринків, лібералізація процесів переміщення капіталу, рух значних інформаційних потоків, міграція трудових ресурсів – це далеко не повний перелік виявів глобалізації, яка має як позитивні, так і негативні наслідки.

У процесі глобальної системної еволюції в усіх країнах проявився широкий спектр стійких тенденцій. Відбувається «самоорганізація» економічної системи, де перебудова чи рекомбінація притаманних їй організаційних чи інституційних форм поєднується із створенням абсолютно нових. З такої точки зору системність спостерігається. Глибокої трансформації зазнають геополітичні та геоекономічні підходи, методи і навіть механізми та методологія. Формується новий каркас (архітектура/архітектоніка) світової системи і політики, який характеризується певними зрушеннями: стирається грань між внутрішнім і зовнішнім середовищем діяльності, між внутрішньою і зовнішньою політикою; при цьому стрімко набирає силу економізація політики, а геоекономічній (геофінансовий) простір стає основним; традиційні зовнішньоекономічні доктрини втрачають свою силу, події відбуваються вже не просто на світовому ринку, а у новому фінансовому просторі; проходить реформування, реструктуризація принципів, механізмів та методології функціонування міжнародних фінансових інституцій та ін.[1]

Останнє десятиріччя XX століття увійшло в історію як період інтенсифікації інтеграційних і глобалізаційних перетворень, активізації процесів трансформації світового фінансового середовища, зокрема стрімкого розвитку фінансового ринку, зміни його кон'юнктури та структурної розгалуженості[2,3].

Фінансовий ринок є одним з тих секторів економіки, на якому присутня економічна і фінансова кон’юнктура, що дозволяє акумулювати капітал для інвестицій у виробничу і фінансову сферу, сприяє перебудові економіки, позитивній динаміці основних макроекономічних показників, стабілізації національної валюти, зосереджує попит і пропозицію на різні за своїм характером платіжні засоби, синтезує в собі певну групу економічних відносин, що взаємопов’язані між собою в рамках єдиної системи. Сприятлива кон’юнктура завжди суттєво впливає на зростання ВВП, на розвиток національної економіки, на матеріальний стан різних верств населення. Зокрема, відлагоджений грошово-кредитний механізм дає можливість регулювати масштаби виробництва, скорочуючи виробничий цикл.

---

[1] *Мазур І.* Причини фінансової кризи в умовах глобалізації / І. Мазур, Ю. Сапачук // Вісник Київського національного університету ім. Т. Шевченка. – Серія «Економіка». – 2009. – №109. – С.9–13.

[2] *Михайлов Д.М.* Мировой финансовьй рынок: тенденции и инструменты / Д.М. Михайлов. – М.: Экзамен, 2000. –С.3.

[3] *Фридман Л.* Глобализация: развитые и развивающиеся страны / Л. Фридман, С. Кузнєцова // Мировая экономика и междунар. отнош. – 2000. – № 11. – С.14.

Несприятлива кон'юнктура фінансового ринку, навпаки, негативно впливає на розвиток виробництва і економіки в цілому.

На сучасному світовому фінансовому ринку присутні значні дисбаланси, і саме вони дають поштовх до початку кризових явищ в економіці. За думкою українських експертів[1], остання світова фінансова криза виявилася потужним стрес-тестом для держав, які накопичували дисбаланси, не нагромаджували достатніх фінансових резервів забезпечення захисту внутрішніх ринків, адекватних зовнішнім загрозам. Негативний вплив світових кризових процесів у багатьох країнах проявився падінням обсягів національного виробництва, скороченням інвестиційного та споживчого платоспроможного попиту внутрішнього ринку, посиленням позицій на ньому іноземних виробників. Це поглибило фінансові дисбаланси та істотно погіршило стан державних фінансів країн. Частково такий ефект можна спостерігати на прикладі Литви та Латвії, де квартальне падіння ВВП у кризовий 2009 р. перевищувало 20% ВВП у річному вимірі. По-друге, безпрецедентне нагромадження боргових зобов'язань, особливо у розвинених країнах, значна частка яких скеровувалася на підтримку внутрішніх ринків, істотно обмежує можливості використання бюджетно-податкових механізмів стимулювання розвитку внутрішнього ринку. Фінансові механізми стимулювання внутрішнього ринку є потужним чинником корекції ринкових механізмів, а тому їхнє застосування повинно виправдовуватися високим суспільним ефектом, а їх запровадження – має бути чітко регламентовано та здійснюватися на прозорій основі.

Нагромаджені впродовж тривалого періоду структурні та фінансові диспропорції внутрішнього ринку України зумовили його вразливість та залежність від світової ринкової кон'юнктури і зовнішніх фінансових ресурсів. Дається взнаки відсутність сучасної несуперечливої концепції забезпечення фінансових механізмів розвитку внутрішнього ринку, скерованої на розвантаження внутрішніх і зовнішніх дисбалансів[2].

Тому, насамперед, важливо з'ясувати, що необхідно розуміти під кон'юнктурою фінансового ринку і як вона впливає на кон'юнктуру ринку цінних паперів та макроекономічну кон'юнктуру в цілому.

У радянській енциклопедії кон'юнктура тлумачилася як процес відтворення в конкретних історичних умовах у сукупному і ринковому виявленні[3]. Слід звернути увагу на те, що термін «кон'юнктура» в сучасній економічній літературі є досить широко вживаним. Так, в економічній енциклопедії під редакцією Л.І. Абалкіна[4], економічна кон'юнктура визначається як тимчасова економічна ситуація, яка характеризується рядом

---

[1] *Базилюк Я.* Світові економічні процеси спонукають Україну розвивати свій внутрішній ринок / Я. Базилюк. – [Електронний ресурс] – Режим доступу : http://www.uspp.org.ua/interview/20.svitovi-ekonomichni-procesi-sponukayut-ukrainu-rozvivati-sviy-vnutrishniy-rinok.htm&print.

[2] *Базилюк Я.* Світові економічні процеси спонукають Україну розвивати свій внутрішній ринок / Я. Базилюк. – [Електронний ресурс] – Режим доступу : http://www.uspp.org.ua/interview/20.svitovi-ekonomichni-procesi-sponukayut-ukrainu-rozvivati-sviy-vnutrishniy-rinok.htm&print.

[3] Экономическая энциклопедия. Политическая экономия / под ред. А.М. Румянцева. – М. : Советская энциклопедия, 1979. – Т. 3. – С. 230 – 231.

[4] Экономическая энциклопедия / под ред. Л. И. Абалкина.– М.: Экономика, 1999.– С.532.

показників, які відображають стан світового господарства країни, регіону, ринку товарів у певний час (період часу). Такими показниками є: динаміка виробництва, рух внутрішньої і зовнішньої торгівлі, товарних запасів, цін, курсів валют і цінних паперів, прибутків, ступінь завантаженості виробничих потужностей, витрати виробництва і обігу, чисельність безробітних, заробітна плата, тощо.

Отже, кон'юнктура ринку або ринкова кон'юнктура зарубіжними вченими розглядається як конкретна ринкова ситуація, що склалася на ринку на даний момент чи обмежений відрізок часу. Поняття ринкової ситуації включає:

- ступінь збалансованості ринку (співвідношення попиту і пропозиції);
- тенденції його розвитку;
- рівень стійкості або коливання його основних параметрів;
- масштаби ринкових операцій і ступінь ділової активності;
- рівень комерційного (ринкового) ризику;
- сила і розмах конкурентної боротьби;
- положення ринку у визначеній точці економічного циклу.

Головна мета вивчення кон'юнктури ринку – визначити характер і ступінь його збалансованості, насамперед співвідношення попиту і пропозиції. Суть дії ринкового механізму виявляється у прагненні попиту і пропозиції до рівноваги. Однак цей процес, що має стохастичний характер, відбувається під постійним впливом безлічі суперечливих факторів, що й обумовлює наявність постійних коливань і відхилень від основної тенденції розвитку ринку. Завдяки дослідженням кон'юнктури ринку вивчається ситуація, що складається на ринку під впливом комплексу закономірних (соціально-економічних, демографічних, організаційних, суспільно-політичних), а також випадкових факторів. Кон’юнктурі фінансового ринку властиві такі риси як волатильність та циклічність, при цьому циклічність фінансового ринку не завжди співпадає з циклічністю бізнес активності.

Щодо оцінки кон’юнктури, то тут особливо важливе значення має система показників. Цей підхід підтримують сучасні вчені Л. Г. Ліпич та О.В.Кощій[1]. Вони наголошують на тому, що вибір системи показників економічної кон’юнктури є важливим етапом у її дослідженні. Від вибору показників залежить повнота і правильність відображення стану кон’юнктури, її аналіз та прогнозування. Отже, система показників кон’юнктури повинна враховувати всі особливості ринку, який вона характеризує.

Узагальнюючи погляди зарубіжних і вітчизняних учених[2], для реалізації поставлених завдань вивчення кон'юнктури ринку необхідно окреслити систему показників, що характеризують її сутність.

Це, по-перше, пропозиція товарів і послуг (у цілому і в розподілі по окремих товарах, продавцям, торговельним посередникам та іншим учасникам

---

[1] *Ліпич Л. Г.* Система показників оцінки кон’юнктури ринку / Л. Г. Ліпич, О. В. Кощій // Науковий вісник Волинського державного університету імені Лесі Українки. - 2007. – №12. Розділ І. Економічна теорія. – С. 5–8.

[2] Энциклопедия маркетинга. – [Електронний ресурс]. – Режим доступа: http://www.marketing.spb.ru/. – Назва з титул. екрану.

ринкового процесу), регіонам, яку зазвичай характеризують такі показники: обсяг, структура і динаміка пропозиції; виробничий і споживчий потенціал пропозиції; еластичність пропозиції.

По-друге, – *платоспроможний попит на товари і послуги (у розрізі окремих товарів і послуг)*; *попит у диференціації за такими ознаками*: ступеня задоволення, вектору змін, купівельним намірам, станом ринку і місця покупки*;. потенціал споживачів* (у цілому і по окремих товарах і послугах); *місткість ринку* ; *еластичність попиту*.

По-третє, – пропорційність ринку, яка характеризуються як: співвідношення попиту та пропозиції; співвідношення ринків засобів виробництва, споживчих продуктів і послуг; товарна структура товарообігу (продажу, послуг): поділ (частка) ринку між виробниками, оптовими і роздрібними продавцями; структура продавців за формами власності; структура покупців (оптових – за формами власності, роздрібних – по соціально-демографічними і іншим споживчим ознаками); регіональна структура ринку.

По-четверте, – тенденції розвитку ринку, які характеризуються темпами зростання, векторами та параметрами трендів продажу, цін, інвестицій і прибутку.

По-п’яте, – коливання, стійкість і циклічність ринку, які характеризують такі показники: коефіцієнти варіації продажу, цін і товарних запасів у часі і в просторі (економічному і географічному); параметри моделей циклічності розвитку ринку.

По-шосте, – регіональні відмінності стану та розвитку ринку. Це – регіональна варіація співвідношення попиту і пропозиції та інших пропорцій ринку; регіональна варіація рівня попиту (в розрахунку на душу населення); регіональна варіація темпів динаміки основних параметрів розвитку ринку.

По-сьоме, – ділова активність, яка характеризується показниками: портфель замовлень, його склад, заповненість і динаміка; число, розмір, частота та динаміка угод; ступінь завантаженості виробничих (торгових) потужностей.

По-восьме, – комерційний (ринковий) ризик, який оцінюється наступними показниками: інвестиційний ризик; ризик прийняття маркетингових рішень; ризик випадкових ринкових коливань.

По-дев’яте, – масштаб (розмір) ринку, рівень монополізації і конкуренції, який включає такі показники: число фірм, виступаючих на ринку кожного товару, їх розподіл за формами власності, організаційним формам та спеціалізації; загальний обсяг реалізації товарів (продуктів і послуг) на ринку і розподіл фірм за розміром (обсягом збуту і продажу); рівень приватизації: число і частка приватизованих підприємств, їх організаційні форми, їх частка в загальному обсязі ринку; розподіл ринку (угруповання фірм за часткою, зайнятої ними в загальному обсязі збуту і продажу); частка малих, середніх і великих фірм у загальному обсязі ринку.

Зазначена система показників включає в себе не тільки специфічні показники кон'юнктури, але й ряд показників статистики, які мають кореспонденцію з характеристиками маркетингового дослідження.

Особливістю показників кон'юнктури є використання їх як параметрів статистичних моделей, що відображають тенденції і циклічність ринку.

Звичайно, що в різний період часу одне і те саме економічне явище буде характеризуватися різними значеннями сукупних ознак, тобто кон'юнктура буде змінюватися. Тут можуть мати місце відхилення від попередніх показників або так звані кон'юнктурні коливання. З точки зору математики, коливання – це рух, для якого характерно в тій чи іншій мірі повторюваність у часі, відхилення характеристик об'єкта від деяких середніх величин. Коливання притаманні майже всім економічним процесам і змінним, вони є основним елементом економічної кон'юнктури, її особливою ознакою[1]. Аналіз кон'юнктури означає отримання інформації раніше, ніж це зробить конкурент з метою впливу на ту чи іншу ситуацію в економіці. Спроможність скласти той чи інший прогноз динаміки економічного фактора може упередити негативні явища та отримати вигоду на перспективу.

На противагу економістам, які вивчали економічну кон'юнктуру, на жаль, поняття кон'юнктура фінансового ринку в Україні – є питанням малодослідженим. На нашу думку, під поняттям кон'юнктури фінансового ринку слід розуміти ринкову ситуацію, яка склалася під дією попиту і пропозиції на фінансові інструменти і послуги та характеризується сукупністю показників, що показують кількісні і якісні зміни на цьому ринку. Кон'юнктура фінансового ринку визначає комерційну цінність і конкурентоспроможність фінансових товарів і послуг, можливість і економічну доцільність купівлі-продажу (укладення угод), пошук виходу нових фінансових товарів на ринок.

Зважаючи на викладене вище, слід відмітити, що термін «кон'юнктура фінансового ринку» є складовою економічної кон'юнктури, оскільки і фінансовий ринок є складовою економічного ринку, і в цьому контексті необхідно акцентувати увагу на тому факті, що існує взаємозалежність кон'юнктури фінансового ринку і динаміки промислового виробництва[2], оскільки відомо, що попит і пропозиція грошової маси, ступінь її збалансованості впливає на динаміку товарної маси. Обсяги грошової маси впливають на величину банківських відсоткових ставок, а також частково на інфляцію і валютний курс. Звичайно, на нашу думку, існує і зворотній зв'язок: промислове виробництво може впливати на інфляцію і валютний курс, що потребує детального вивчення. Отже, досліджувати кон'юнктуру фінансового ринку неможливо без дослідження процесів формування попиту і пропозиції на фінансові інструменти, послуги і цін на них.

Тоді логічним може бути визначення коливань кон'юнктури фінансового ринку як безперервно змінюваних у часі рівнів показників кон'юнктури. Кон'юнктурні коливання фінансового ринку виявляються деякою мірою в існуванні циклів економічної активності різної амплітуди і тривалості. Причини виникнення більшості таких коливань, на думку російських і українських

---

[1] Экономическая энциклопедия / под ред. Л. И. Абалкина.– М.: Экономика, 1999.– С.533.

[2] Иванченко И.С. Краткосрочные конъюнктурные колебания и динамика промышленного производства /И. С. Иванченко // Юридический вестник РДЕУ – Ростов-на-Дону, 2004. – № 1. – С. 53–54.

економістів[1], необхідно шукати в кредитній специфіці сучасних товарно-грошових відносин: коли продаж одного товару не супроводжується в цей момент купівлею іншого. Таким чином, виникає пролонгований процес ліквідності. Гроші породжують ризик збуту продукції на макрорівні, що негативно впливає на обсяги виробництва. Але з іншого боку інфляційне зростання цін, якщо його вірно трактують економісти, сприймається як сигнал до нарощування товарного виробництва, не зважаючи на те, що реальний попит залишився на попередньому рівні.

Дослідження кон'юнктури фінансового ринку має містити детальне дослідження фінансового ринку і його складових; аналіз коливань його змінних параметрів; дослідження взаємозалежності і взаємообумовленості кон'юнктурних коливань на фінансовому ринку і динаміки розвитку промислового виробництва; моделювання окремих ситуацій з метою регулювання фінансового ринку та прогнозування тенденцій його розвитку на перспективу. Дослідження кон'юнктури фінансового ринку необхідно для:

- комплексної оцінки стану фінансового ринку;
- дослідження співвідношення попиту і пропозиції на фінансовому ринку і окремих його сегментах;
- визначення основних чинників, які провокують негативні тенденції на споживчому ринку;
- попередження негативних явищ у короткостроковому та середньостроковому періодах, у тому числі в період кризових ситуацій в економіці країн;
- прогнозування тенденцій розвитку фінансового ринку на перспективу;
- визначення взаємозв'язку між коливаннями кон'юнктури на фінансовому ринку та ринку цінних паперів.

Зважаючи на той факт, що всі економічні процеси в суспільстві є нестабільними, тому для ефективності досліджень необхідно всі кон'юнктурні показники фінансового ринку розглядати в динаміці.

Динаміка кон'юнктури фінансового ринку характеризується постійними коливаннями окремих її елементів. Ці коливання можуть бути різними за своїм характером. Загалом, класифікують кон'юнктурні коливання за такими ознаками[2]: за масштабом коливань; за стадіями кон'юнктурного циклу; за періодом коливань.

У зв'язку з цим, на нашу думку, коливання кон'юнктури фінансового ринку в цілому слід розглядати, по-перше, за певною системою індикаторів, за окремими елементами, видами та фінансовими інструментами. По-друге, динаміку таких коливань досліджувати під впливом факторів мікро- та макросередовища. По-третє, результати досліджень розглядати у взаємозв'язку з економічними процесами.

---

[1] Там само.

[2] Дослідження систематичних фінансових ризиків підприємства. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://studopedia.net/4_27653_doslidzhennya-sistematichnih-finansovih-rizikiv-pidpriiemstva.html – Назва з титул. екрану.

З метою визначення основних характеристик кон'юнктурних коливань пропонуємо розглядати зміни кон'юнктури фінансового ринку за такими стадіями циклу:

1. «Підйом кон'юнктури», який пов'язаний з пожвавленням економічних процесів, що супроводжуються зростанням попиту на окремі фінансові інструменти, підвищенням рівня цін (відсоткової ставки) на них, зростанням конкуренції серед фінансових посередників, тощо. Ця фаза позитивно впливає на кон'юнктуру ринку цінних паперів, на ньому починається пожвавлення, яке проявляється не тільки у зростанні цін, але у збільшенні кількості угод.

2. «Кон'юнктурний бум», який характеризується, як правило, різким зростанням попиту на основні фінансові інструменти. На ринку цінних паперів також відбувається стрімке піднесення, однак бум на ринку цінних паперів триває менший проміжок часу через вагомість психологічного чинника – кількість угод скорочується, оскільки власники цінних паперів, які утримують їх із спекулятивною ціллю, не поспішають їх продавати, очікуючи зростання цін. Поступово ринок цінних паперів переходить у фазу послаблення піку кон'юнктури.

3. «Послаблення кон'юнктури» фінансового ринку, яке може бути пов'язане зі зниженням інвестиційної активності, відносно високою пропозицією різних фінансових інструментів при зниженні попиту на них. Така ситуація може супроводжуватися спочатку несуттєвою стабілізацією цін з подальшим зниженням цін на більшість фінансових інструментів.

4. «Кон'юнктурний спад». Це найбільш невдалий період на фінансовому ринку з позицій інвестиційної активності, обсягів продажу фінансових інструментів і рівня їх дохідності (крім боргових цінних паперів і депозитів), який супроводжується зниженням цін на об'єкти інвестування. Що стосується ринку цінних паперів, то тривалість кон'юнктурного спаду може бути коротшою, ніж на фінансовому ринку (за умови позитивних очікувань інвесторів), так і тривалішою, за умови зростання кількості факторів невизначеності.

Аналіз динаміки кон'юнктури (кон'юнктурних коливань) дасть змогу: виявляти непередбачувані фактори, які провокують зміни на ринку цінних паперів у короткостроковому періоді; виявляти спекулятивну позицію окремих учасників ринку, пов'язану із завищенням чи заниженням курсової вартості окремих фінансових інструментів; упереджувати негативні явища на національному фінансовому ринку, пов'язані зі змінами кон'юнктури на світовому фінансовому ринку; визначати вплив сезонних та інших чинників; виявлення змін стадій кон'юнктурного циклу окремих фінансових інструментів. Але основним завданням аналізу, на нашу думку, є відпрацювання системного підходу до регулювання фінансового ринку та ринку цінних паперів з елементами моделювання. З цією метою необхідно визначити систему індикаторів фінансового ринку та ринку цінних паперів, які є невід'ємною складовою макроекономічних індикаторів, і важливим параметром яких є параметр часу. Дана обставина пов'язана з тим, що на різних

інтервалах один і той же індикатор може по-різному впливати на стан фінансового ринку.

На фінансовому ринку та ринку цінних паперів характер всіх форм коливань кон'юнктури відображають різні індикатори[1]. Наприклад, індикаторами стану фінансових ринків, що визначають інтерес до руху основних мас капіталу між країнами, є:

- фондові індекси;
- поточна прибутковість державних цінних паперів;
- прибутковість по вкладеннях у банківські депозити;
- рівень процентних ставок по кредитах;
- значення форвардних і опціонних валютних курсів, тощо.

З огляду на викладене вище, до індикаторів фінансового ринку слід віднести агреговані індекси динаміки поточних ринкових цін, які відображають стан кон'юнктури в розрізі окремих її видів і сегментів.

Так, стан кон'юнктури грошово-кредитного ринку як важливого сегменту фінансового ринку ілюструє система показників, до якої входять:

1) загальна грошова маса. Грошова маса має свою структуру, яка характеризується грошовими агрегатами. Абсолютно ліквідними є готівкові гроші – це гроші поза банками або на руках у населення. Вони утворюють грошовий агрегат М0. Кожний наступний грошовий агрегат повністю включає попередній, а також інші види банківських грошей. Грошовий агрегат М1 – це готівка та депозити в банках (до запитання). Грошовий агрегат М2 – це готівка та кошти, що знаходяться на всіх рахунках у комерційних банках (внески до запитання та строкові депозити). Грошовий агрегат М3 – це агрегований показник, що визначає всю сукупність грошових коштів, які знаходяться в обігу. Він складається з готівки поза банками, коштів на поточних рахунках і строкових депозитах (депозитних грошей), трастових операцій банків з коштами клієнтів;

2) кредити, надані банками країни (в національній та іноземній валюті). Цей показник складається з кредитів, які видані Національним банком Міністерству фінансів та кредитів банків органам загального державного управління, підприємствам, організаціям і населенню;

3) ставка рефінансування – це облікова ставка, по якій Національний банк рефінансує банки. Тобто, це відсоткове вираження ціни кредитних ресурсів, які Національний банк розміщує серед банків. В Україні ставка рефінансування на 1% – 1,5% вище темпу інфляції;

4) грошова база – це сума коштів, яка складається з готівки на руках у населення і обов'язкових резервів банків (готівка в касах банків та коштів банків на рахунках в Національному банку);

5) частка готівки поза банками в грошовій масі;

6) коефіцієнт готівки – характеризує частку готівки грошей у депозитних грошах;

---

[1] Макроекономічні індикатори. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://forextrading.org.ua/macroekonomichni-indikatori.html. – Назва з титул. екрану.

7) рівень доларизації грошового обігу – це частка валютної частини грошової маси в її загальній величині. Рівень доларизації безпосередньо відбиває рівень недовіри до національної валюти і має тенденцію до збільшення при зростанні національної валюти і має тенденцію до збільшення при зростанні інфляції;

8) швидкість грошового обігу – це кількість обертів, що роблять гроші за один рік, щоб забезпечити певний рівень економічної активності, який приблизно визначається номінальним ВВП. Цей показник обернено впливає на величину попиту на гроші: при збільшенні швидкості грошового обігу попит на гроші зменшується і навпаки;

9) рівень монетизації (насиченість економіки грошима) – це співвідношення між грошовою масою в обігу і рівнем виробництва у поточних цінах (приблизно дорівнює номінальному ВВП);

10) кредитні ресурси банків складаються із власних коштів банків; коштів, які залучені банками через продаж своїх боргових зобов'язань; депозитів банків; залишків на рахунках юридичних осіб; обсягів кредитування Національним банком банків; обсягів грошово-кредитної емісії за виключенням обов'язкових резервів банків;

11) мультиплікатор депозитний – це, з одного боку, відношення між приростом грошової пропозиції і початковим приростом депозитних грошей. З іншого боку, депозитний мультиплікатор — це величина обернено пропорційна резервній нормі;

12) мультиплікатор грошовий. Він показує на скільки грошових одиниць змінюється грошова пропозиція за зміни грошової бази на одну грошову одиницю. Коли вилучення грошей у формі готівки відсутні, то грошовий мультиплікатор дорівнює депозитному. Грошовий мультиплікатор залежить від політики Національного банку тією мірою, в якій Національний банк контролює резервну норму, а також від рішень власників грошових коштів, які впливають на коефіцієнт готівки. Національний банк може лише прогнозувати поведінку вкладників стосовно коефіцієнта готівки[1].

На сучасному ринку цінних паперів для визначення загальних тенденцій зміни кон'юнктури ринку на окремі цінні папери більш активно в ціноутворенні використовують фондові індекси. Що стосується встановлення фондових індексів, то світова практика визнає найбільш загальну методику побудови моделі індексів (Рис. 2.4).

Згідно цієї методики на першому етапі обирається певний сегмент ринку, в якості якого, зазвичай, використовуються або окремо взяті торговельні площадки-системи, або сукупність цінних паперів, що обертаються у будь-якому регіоні, країні. Також в якості ринку можуть виступати цінні папери компаній, що входять в одну виробничу галузь. На наступному етапі проводиться відбір цінних паперів для включення до лістингу індексу. Мета,

---

[1] *Свечкіна А.Л.* Формування та розвиток фінансового ринку України в системі макроекономічної стабілізації : дис. … к-та екон. наук: 08.00.03 «Економіка та управління національним господарством» / Аліна Леонідівна Свечкіна ; ДВНЗ «Донецький державний університет управління». – Донецьк, 2008. – С.83–85.

яку ставить перед собою компанія-власник індексу, відібрати найбільш значущі для цього ринку цінні папери, найбільш повно відображає його різноманіття (репрезентативність). При цьому, як правило, ведеться облік інших параметрів, найважливішим з яких є ліквідність відібраних цінних паперів.

Рис. 2.4. Методика побудови моделі розрахунку індексів у світовій практиці

Джерело: систематизовано на основі: Методология расчета индексов. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://lib.stepenko.com/articles-analythis-technical/204-metodologiya-rascheta-indeks – Назва з титул. екрану.

Індекси біржових майданчиків або торгових систем включають всі цінні папери, які обертаються на цьому майданчику. Далі обираються інформаційні партнери, які поставляють необхідні для розрахунку індексу параметри. Зазвичай у якості таких використовуються дані торговельних майданчиків. І в кінцевому підсумку *проводиться "зважування" цінних паперів* для визначення впливу тих чи інших на індекс. Звичайно у якості методики «зважування» застосовується принцип пропорційності ринкової капіталізації. Безпосередній розрахунок індексу проводиться переважно за двома методиками: «Методикою прямого розрахунку» та « Методика індексного розрахунку».

Найбільш широко система таких індикаторів представлена на фондових ринках країн з розвиненою економікою: США (індекси Доу-Джонса), Франції (CAC-40), Японії (Ніккей-225, ТОПІКС), інші[1]. Із всього різноманіття індексів фондового ринку, які використовуються у світовій практиці, найбільш уживаним є індекс Доу-Джонса (промисловий). Він характеризує усереднений показник динаміки поточних курсів акцій тридцяти промислових компаній США. Це означає, що цей показник є основним індикатором кон'юнктури фінансового ринку США, на який орієнтуються інвестори багатьох країн. Перелік найпоширеніших індексів фондового ринку представлено в табл. 2.2.

[1] Методология расчета индексов. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://lib.stepenko.com/articles-analythis-technical/204-metodologiya-rascheta-indeks – Назва з титул. екрану; *Свечкіна А.Л.* Формування та розвиток фінансового ринку України в системі макроекономічної стабілізації : дис. … к-та екон. наук: 08.00.03 «Економіка та управління національним господарством» / Аліна Леонідівна Свечкіна ; ДВНЗ «Донецький державний університет управління». – Донецьк, 2008. – С. 85.

Таблиця 2.2

Світові індекси фондового ринку

Назва фондового індексу	Країна	Характеристика індексу
Dow Jones Indexes NYSE Indexes Indexes (GSTI) Индексы AK&M	США	Визначається як середньоарифметичне цін на акції 30 компаній США Індекс технологічних компаній Узагальнений Індекс акцій промислових підприємств
FTSE Indexes -	Великобританія	Розраховує компанія FTSE International
DAX Indexes	Німеччина	Індекси ділової активності Німеччини
CAC Indexes	Франція	Представлений CAC – 40 и CAC Паризькою фондовою біржею
Nikkei Index	Японія	Nikkei-225 представляє Токійську фондову біржу
TSE Indexes	Канада	Представляє Торонтську біржу TSE300
IPC Index	Мексика	Розраховується за даними мексиканської фондової біржі (35 компаній)
Bovespa	Бразилія	Розраховується за даними фондової біржі в Сан-Паулу
Hang Seng	Гонконг	Розраховується за даними Гонкоговської фондової біржі

Джерело: систематизовано на основі: Методология расчета индексов. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://lib.stepenko.com/articles-analythis-technical/204-metodologiya-rascheta-indeks – Назва з титул. екрану.

Наявність системи показників, які характеризують динаміку розвитку ринку цінних паперів, є обов'язковою, але не виключною передумовою створення дієвої системи аналізу та регулювання процесів ціноутворення на ринку цінних паперів. Необхідно розробити систему дослідження кон'юнктури ринку цінних паперів, яка дасть можливість врахувати як зміна кон'юнктури фінансового ринку впливає на кон'юнктуру ринку цінних паперів, як волатильність вплине на поведінку учасників ринку цінних паперів, що, відповідним чином, позначиться на тенденціях розвитку макроекономічної кон'юнктури в цілому.

Ми пропонуємо трьохетапну систему дослідження кон'юнктури ринку цінних паперів (рис. 2.5). Перший етап передбачає спостереження за поточним станом розвитку фінансового ринку та ринку цінних паперів. На цьому етапі аналізуються основні показники ринку цінних паперів (кількість укладених угод, структуру, учасники, основні фондові індекси тощо), тобто по суті відбувається збір фактичної інформації по наявний стан речей. Основними вимогами до інформації на цьому етапі є суттєвість (тобто інформація є такою, що впливає на рішення інвесторів), достовірність (у її правдивості немає сумнівів) та порівнянність (інформацію можна використовувати для побудови динамічних рядів порівняно з іншими періодами та порівняння з показниками кредитного та грошового ринків, аналогічними показникам інших країн).

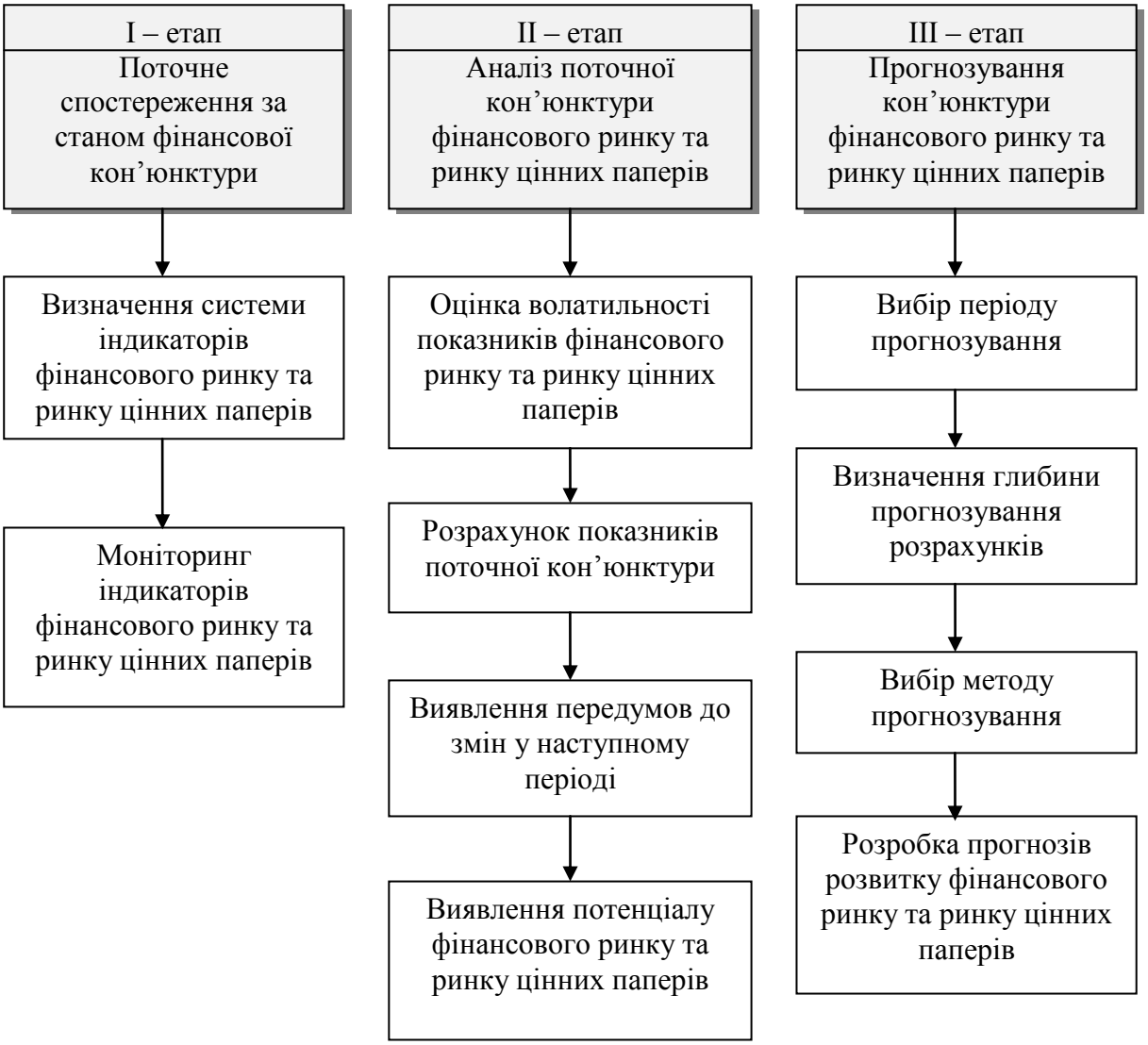


Рис.2.5. Етапи дослідження стану кон'юнктури фінансового ринку та ринку цінних паперів

Джерело: побудовано автором

Аналіз поточної кон'юнктури фінансового ринку та ринку цінних паперів, оцінка потенціалу їх розвитку полягає у виявленні особливостей функціонування конкретних сегментів фінансового ринку і тих змін, які на них відбуваються по відношенню до попереднього періоду та у взаємозв'язку із загальною динамікою розвитку фінансового ринку. Для цього на основі попереднього спостереження необхідно провести розрахунки системи аналітичних показників, які характеризують поточну кон'юнктуру фінансового ринку, проаналізувати зв'язки між динамікою показників фінансового ринку та ринку цінних паперів. Результатом даного етапу є виявлення потенціалу фінансового ринку та ринку цінних паперів[1], оскільки той чи інший стан

[1] Потенціал ринку – це прогнозна сукупність торговців і покупців, що обумовлюють попит і пропозицію на фінансовому ринку. Продавці формують пропозицію на фінансові інструменти і

фінансового ринку, певною мірою, залежить від його потенційних можливостей. Пропозиція і попит на фінансові інструменти і послуги є формами функціонування потенціалу фінансового ринку.

Результатом реалізації потенціалу ринку фінансових товарів і послуг є задоволення купівельного попиту, залучення інвестицій і маси послуг у сферу обігу та подальший їх перехід у сферу споживання (нагадаємо, що у фінансовій сфері ці два процеси не завжди розділені в часі, тоді як у сфері товарного обігу їх, як правило, розділяє значний відрізок часу).

Мета оцінки потенціалу ринку полягає в характеристиці ринкових можливостей як на макрорівні, так і на мікрорівні окремих суб'єктів фінансового ринку. Існує принципова схема розрахунку потенціалу ринку фінансових товарів і послуг, що зводиться до визначення купівельної спроможності, еластичності пропозиції та попиту від цін, доходів та інших факторів ринку. Можна також виділити частку ринку, яка, за розрахунковими оцінками, дістанеться конкурентам (дана поправка розрахована на оцінку потенціалу на мікрорівні конкретної фірми). Елементами моделювання можуть бути також введені показники, що обмежують або, навпаки, розширюють обсяг пропозиції фінансових товарів чи послуг, що буде розглянуто при моделюванні в наступних розділах.

Прогнозування кон'юнктури фінансового ринку та ринку цінних паперів проводиться з метою вибору основної стратегії діяльності на ринку цінних паперів з урахуванням економічної кон'юнктури. Непрогнозованість економічної і фінансової кон'юнктури в короткостроковому, середньостроковому та довгостроковому періодах веде до непередбачуваних наслідків в економіці. Ефективна система прогнозування розвитку фінансового ринку та ринку цінних паперів дає можливість зменшити інвестиційні ризики, що в цілому позитивно позначається на розвитку економіки.

Відсутність системного підходу до дослідження кон'юнктурних коливань у взаємозалежних сегментах ринку унеможливлює його регулювання з боку держави, провокуються перекоси в розвитку економік країн. Так, наприклад, порушення співвідношення попиту і пропозиції на взаємозалежних сегментах фінансового ринку (грошово-кредитному та ринку капіталів) може призвести до негативних наслідків кон'юнктурних коливань. На ринку капіталів існує тенденція до прискореного нарощування капіталів. Капітал, при цьому, існує не стільки в грошовій формі, скільки у формі активів. А вартість активу, з точки зору економічної теорії, визначається як спроможність ринку його придбати, що рано чи пізно приводить його в залежність від попиту держави чи попиту покупців. Таким чином, на ринку може створитися ситуація, коли зростання попиту на капітал може відставати від зростання самого капіталу. І якщо не впливати на таку ситуацію, то це призведе до зменшення обсягів прибутків на кожну одиницю капіталу. Ця проблема виникла у США ще в XIX столітті.

послуги; покупці – формують індивідуальний та сукупний попит на фінансові товари та послуги. Природно, оцінка та аналіз потенціалу входять до кола маркетингових інтересів покупця, а оцінка та аналіз споживчого потенціалу в першу чергу цікавлять продавця (авт.)

У США відповідно був вжитий комплекс заходів для вирівнювання даної ситуації, а саме: ініціювався вивіз капіталу за межі країни на не освоєні території, в тому числі і в СРСР, та нарощувалося виробництво товарів, що створювало «кризу перевиробництва». Тому кризова ситуація в 70-х роках у США супроводжувалась певною мірою «утилізацією» надлишкового капіталу та вичерпністю регіонів для вивозу капіталу. При цьому відсутність зростання ринків збуту стримувала розвиток НТП. Відповідним чином на це відреагував валютний ринок: у 1971 році відбувся дефолт долара, що призвело до стагфляції та тривалої кризи. Для виходу з економічної кризи, стабілізації економічної ситуації мав бути вжитий комплекс заходів, що змінив би кон'юнктурні коливання, а саме забезпечив би утримання інфляції, заохочення інвестицій та прискорив би розвиток НТП.

Але відсутність комплексного підходу, на нашу думку, не дозволила США відрегулювати ситуацію на довгострокову перспективу. Зниження інфляції у споживчому секторі, корегування попиту споживачів, забезпечення стимулювання інноваційних процесів, урівноваження попиту на капітал відбулося за рахунок збільшення кількості грошей в обігу за рахунок емісії долара, яка була спрямована на стимулювання споживчого попиту, тобто в США збільшився показник ефективності кожного споживача. Кредитний ринок відреагував необхідністю підняття облікової ставки майже до 20%, що дало можливість призупинити інфляцію, зміцнило долар на світовому ринку та стимулювало розвиток інститутів фінансового ринку у середньостроковому періоді. Основною проблемою американської економіки є наявність «надлишкової» її частини, яка «нарощена» за останні 30 років за рахунок постійного і весь час зростаючого емісійного стимулювання споживчого попиту. Ситуація, яка склалася, не дає можливості фінансувати цю частину, оскільки вона надто велика.

Таким чином, на прикладі США можна зробити висновок, що окремі складові грошово-кредитного кон'юнктурного механізму можуть ефективно впливати на ситуацію на фінансовому ринку в короткостроковому і середньострокових періодах в окремій країні, але без дієвого комплексного підходу не слугують засобом ефективного регулювання фінансового ринку на перспективу, але світова фінансова криза 2008 року є наслідком саме таких неврегульованих кон'юнктурних підходів США до виходу з економічної кризи в XIX ст.

Отже, для попередження кризових явищ в економіці, розробки ефективної цінової стратегії розвитку ринку цінних паперів, його регулювання необхідно досліджувати кон'юнктуру фінансового ринку та його сегментів, зокрема розглядати в комплексі кон'юнктурні коливання основних показників фінансового ринку та ринку цінних паперів, які забезпечать вирівнювання попиту і пропозиції на грошово-кредитному ринку та ринку капіталів при врахуванні економічної кон'юнктури споживчого ринку.

2.3. Асиметрія інформації як чинник невизначеності у прийнятті рішень учасниками ринку

Ринок цінних паперів є класичним прикладом, де інформація завжди є асиметричною, а ступінь асиметричності, впливаючи на поведінку учасників ринку цінних паперів, може різко змінювати його кон'юнктуру. Асиметрія інформації є потужним імпульсом виникнення та еволюції фінансового посередництва, оскільки його економічна функція якраз побудована на володінні особливими знаннями та вмінні ними користуватися, чого позбавлений пересічний власник заощаджень. Проте відносини при обміні інформацією на ринку цінних паперів часто виявляються досить заплутаними і драматичними. Це провокує складні тенденції в ціноутворенні на ринку цінних паперів, зокрема змушує учасників ціноутворення спекулювати, що сприяє розвитку недобросовісної конкуренції. Рішення, прийняті в такому стані, досить часто супроводжуються фатальними помилками. Якщо такий стан є тривалим, то це призведе до спотворення орієнтирів очікуваних доходів по всьому ринку і деформації функцій фінансового посередництва, перетворивши його з амортизатора невизначеності в каталізатор системних ризиків.

Проблемам існування асиметрії інформації на фінансовому ринку присвячені праці таких авторів як В.Т. Александрова, О.І. Ворони, В.М. Іванова, В.В. Коваленка, Г. Марковіца, І.О. Мітюкова, В.Міловідова, С.М. Недбаєва, Ю.О.Раделицького, Д.В. Полотенко, А.А. Пересади, В.Н. Якімкіна та ін. Утім, аналіз публікацій показав, що інформаційна асиметрія ринку цінних паперів як фактор дисбалансів цінових процесів є недостатньо висвітленою. Отже, є вкрай важливим дослідити та обґрунтувати форми і наслідки впливу фактора асиметрії інформації на процеси ціноутворення на ринку цінних паперів.

Сучасний рівень розвитку ринку цінних паперів багато в чому залежить від повної і достовірної інформації і визначає ефективність функціонування цінової політики. Адже основною макроекономічною проблемою ринку цінних паперів є не тільки залучення інвестицій у реальний сектор економіки, але й контролювання державою дій економічних агентів і якості поданої ними інформації задля об'єктивності та прозорості функціонування як ринку цінних паперів, так і фінансового ринку в цілому.

Зрозуміло, що для України розбудова механізмів розвитку внутрішнього ринку повинна узгоджуватися з існуючими можливостями. Разом з тим, в умовах нарощення нестабільності глобальної економіки Україна не може припуститися стратегічної помилки втрати внутрішнього ринку для національного виробника[1].

В умовах кризи також дуже гостро позначаються проблеми найкрупніших фінансових інститутів, які «спокусилися» на створення складних фінансових

[1] *Базилюк Я.* Світові економічні процеси спонукають Україну розвивати свій внутрішній ринок / Я. Базилюк. – [Електронний ресурс] – Режим доступу : http://www.uspp.org.ua/interview/20.svitovi-ekonomichni-procesi-sponukayut-ukrainu-rozvivati-sviy-vnutrishniy-rinok.htm&print.

продуктів і торгівлю ними. Відомо, що вже кілька разів економіка розвинених країн, таких як США і Франція, супроводжувалась банкрутством найбільших міжнародних компаній. Причиною цих потрясінь, як правило, було шахрайство, що почалося внаслідок неповної інформованості економічних агентів та існування суттєвих складнощів при здійсненні контролю та перевірки всієї інформації в належному масштабі державними органами, і, безперечно, це призвело до досить значних наслідків для економічних систем як на макро-, так і на мікрорівні. Тому прийняття рішень у короткі терміни, при великому масиві інформації, роблять процес асиметрії інформації на ринку цінних паперів неминучим. Ось чому поліпшення умов для своєчасного доступу до інформації є основною тенденцією не тільки в сучасній ціновій політиці, а й у політиці економічного зростання розвинених країн.

Окремі спроби подолання наслідків асиметрії інформації на ринку цінних паперів іноді призводять до фатальних помилок і хибного ціноутворення. Цей стан В.Міловідов[1] називає «симетрією помилок» і наголошує на тому, що внаслідок спроб знайти спосіб подолання випадковості і невизначеності, учасники ринку впадають у відчай, їх фінансова субкультура намагається сама генерувати спочатку прикмети і забобони, потім деякі власні знання та інформацію, вивчати її, виводити на її основі ті чи інші закономірності і формувати правила трейдингу.

Так з'явилися ситуаційні прикмети: в період нестійкості і падіння цін усвідомлено виникає необхідність закрити із збитками якусь позицію, чи не укладати угоди в перші 30 хвилин торгів, або не закривати позицію для запобігання втрат (stop loss) на круглих значеннях котирувань[2].

Що стосується довгострокових прикмет, то в США, наприклад, підмітили, що поява в світі нового рекордного по висоті хмарочоса збігалася з падінням ринку: завершення будівництва Chrysler Building і Empire State Building у 1930 р. – з Великою Депресією, завершення будівництва Sears Tower в 1974-му – з дворічним мінімумом індексу Dow Jones. Хмарочоси Petronas в Малайзії були здані в 1997 р. відразу після падіння національного фінансового ринку, а Burj Khalifa в Дубаях став рекордсменом по висоті буквально напередодні боргової кризи 2008 р[3].

Прикладом повної і симетричної інформації на ринку є ринок досконалої конкуренції, де, через взаємодію попиту та пропозиції, визначаються ринкові ціни і дають агентам ринку вичерпну інформацію про ті наявні альтернативи, що і дозволяє приймати оптимальні рішення. У дійсності ж, умови, в яких приймаються економічні рішення, надзвичайно рідко відповідають припущенням про повноту і симетричність розподілу інформації. Навпаки, як правило, є недолік і недоступність ринкової інформації, що перешкоджає

---

[1] *Миловидов В.* Асимметрия информации или «симметрия заблуждений»? / В. Миловидов // Журнал Мировая экономика и международные отношения. – 2013. – №3. – С47.

[2] *Brown J.* Eight Trading Superstitions / J. Brown // The Reformed Broker, November 12.2009. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://thereformedbroker.com/books/

[3] *Anderson G.* Four Wall Street Superstitions That Just Won't Die / G. Anderson // Investing Answers. 10.11.2010. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http:// www. investinganswers.com

прийняттю оптимальних рішень. Інша проблема – нерівномірний розподіл наявної інформації серед учасників ринку, в результаті чого можливі серйозні деформації в поведінці продавців і покупців. У цьому зв'язку, під дією фактору повноти та симетричності розподілу інформації між агентом і принципалом[1] виникають певні дисбаланси, які впливають на прийняття рішень під час процесу ціноутворення на фінансові товари.

Значимість інформації для прийняття рішень не потребує якогось особливого обґрунтування. Проте інформованість економічних агентів та інформаційне забезпечення фінансового ринку – вельми складна проблема (рис. 2.6).

Рис.2.6. Характеристики інформаційного забезпечення ринку цінних паперів

Джерело: систематизовано на основі *Булеев И. П.* Управление трансакционными издержками в переходной экономике : монография / Иван Петрович Булеев; НАН Украины. Ин-т экономики пром-сти. – Донецк, 2002. – 153 с.; *Паєнтко Т. В.* Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків : монографія / Т. В. Паєнтко. – К.: ДКС центр, 2013. – 294 с.; *Прутська О. О.* Інституціоналізм і проблеми економічної поведінки в перехідній економіці : монографія / О. О. Прутська. – К.: Логос, 2003. – 256 с.; *Фуруботн Э.* Г. Институты и экономическая теория: Достижения новой институциональной экономической теории / Э. Г. Фуруботн, Р. Рихтер : перс с англ. – СПб.: Издат. дом Санкт-Петербург. гос. ун-та, 2005. – XXXIV+702 с.; *Ross S.* The Economic Theory of Agency; The Principal Problem/ S. Ross // American Economic Review. – 1973. – Vol. 63. – P. 134.

Здебільшого представляє складність доступ до інформації. Принаймні, отримання практично будь-якої інформації пов'язане з витратами. Прагнення до її отримання припускає, як правило, порівняння витрат, пов'язаних з отриманням інформації, і додаткових вигод від її отримання. Ще одна суттєва проблема – це надійність інформації, враховуючи її мінливість і старіння на фоні існуючих новацій. Наразі навіть інформація, яка надійшла, не може бути повністю засвоєна, і якась її частина буде обов’язково частково втрачена.

Нарешті, існують і суттєві обмеження в сприйнятті інформації, в її правильному розумінні й оцінці, що пов'язано з особливостями людського

[1] Агент і принципал беруть участь у процесах ціноутворення як безпосередні учасники на фінансовому ринку (за Дж. Комсоном) і їх взаємодія полягає в організації трансакцій.

мислення. Все зазначене вище дає достатньо підстав для висновку про неповноту інформації як об'єктивно існуючої. Неповнота інформації – одна з безпосередніх причин ринкової невизначеності. А ринкова невизначеність, у свою чергу, є передумовою прийняття рішень у ціноутворенні і причиною виникнення дисбалансів в ціноутворенні.

Змістовна сторона ринкової невизначеності полягає в тому, що економічні суб'єкти змушені приймати рішення в умовах, зміни яких важко передбачити, а ймовірність не можна оцінити. Оскільки неповнота інформації існує завжди, то ринкова невизначеність є об’єктивно існуючою. Її можна зменшити, але аж ніяк не виключити. Наявність ринкової невизначеності в ціноутворенні має кілька наслідків (рис. 2.7).

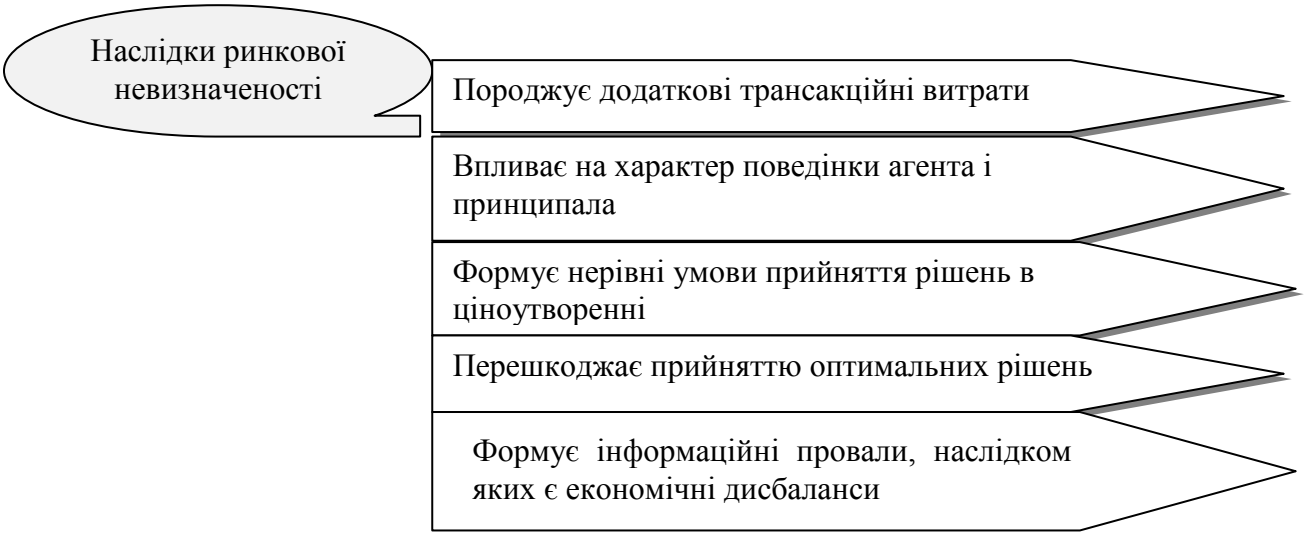


Рис.2.7. Наслідки ринкової невизначеності в ціноутворенні

Джерело: побудовано автором

По-перше, вона перешкоджає прийняттю оптимальних рішень. По-друге, вона породжує додаткові транзакційні витрати. По-третє, через ринкову невизначеність економічні суб'єкти опиняються в нерівних умовах при прийнятті рішень. По-четверте, вона впливає на характер поведінки фірм: чим вище ринкова невизначеність, тим більше схильність фірм до кооперативних стратегій поведінки. Фірми можуть спостерігати лише ціни, а ринковий попит і випуск продукції конкурентами їм невідомі. Зниження ціни може бути сприйнято фірмою як наслідок збільшення випуску продукції конкурентами, хоча насправді воно було викликане скороченням попиту. Прийняття оптимальних рішень в умовах невизначеності можливе за умови використання інструментарію ризик-менеджменту. Породжуючи ринкову невизначеність, неповнота інформації – лише частина проблеми, з якою стикаються учасники ринкових операцій. Інша частина цієї проблеми полягає в тому, що доступна інформація нерівномірно розподіляється серед учасників ціноутворення під час укладення ринкової угоди: продавець більш обізнаний про продукт, ніж покупець, проте покупець знає, яку максимальну ціну він готовий заплатити за благо, а продавцеві це невідомо; продавець знає, за якою мінімальною ціною він готовий продати продукт, а це – невідомо покупцеві. Таким чином, різна

ступінь обізнаності агентів ринку цінних паперів у ціноутворенні є асиметрією інформації. В решті-решт асиметрія інформації формує інформаційні провали, які спричиняють виникнення інформаційних дисбалансів, які трансформуються у дисбаланси економічні.

Стійкий стан асиметрії інформації на ринку цінних паперів спонукає його учасників до нестримної гонки за знаннями і інформацією, подоланням ризику і невизначеності інвестиційних транзакцій. Тобто асиметрія інформації тримає ринок постійно в тонусі. Чим сильніший цей стан, тим менша впевненість учасників ринку в тому, що інформаційна складова їх мотивацій достатня для прийняття рішень. Звідси більше прагнення підібрати необхідні засоби, здатні знівелювати інформаційну асиметрію і забезпечити зниження ризику. Отже, асиметрія інформації створює позитивні передумови на ринку цінних паперів, зокрема спонукає думати, аналізувати, захищатися, створювати і розвивати фінансові інститути та інструменти. Це, в свою чергу, є потужним імпульсом для виникнення та еволюції фінансового посередництва.

З іншої сторони в умовах непередбачуваності, невизначеності, волатильності та випадковості, настільки характерних для ринків цінних паперів, виникає хижацька потреба наживи. Якби ринок був прогнозованим, піддавався точному аналізу, а кожен з його учасників володів необхідними знаннями, то й підґрунтя для цього б, звісно, не було. Відсутність же необхідних знань підштовхує до пошуку відповіді в області ірраціонального. Адже ринок не може існувати без знань. Цими знаннями може стати навіть випадкова, недостовірна інформація, в яку готові повірити багато учасників.

Також не буде перебільшенням зазначити, що ринок цінних паперів завжди переповнений інформацією і завжди відчуває її брак. Російський учений В.Міловідов порівнює необхідність інформаційного середовища для фінансового ринку з необхідністю води для життєдіяльності людини у такий спосіб: кажуть, що організм людини на 80% складається з води, але при цьому людина відчуває спрагу, і неможливість її задовольнити прирікає його на страждання і навіть загибель. Так і інформація – живильне середовище всього ринку, без неї ринок перестав би існувати. Більше того, фінансовий ринок і є по суті ринком інформації, де оцінюється ступінь її повноти (ризик) і ступінь достовірності (невизначеність)[1]. Аналогічне твердження справедливе і для ринку цінних паперів. Для ринку цінних паперів інформаційна складова має ще більшу вагомість, ніж для інших сегментів фінансового ринку.

Іноді, в процесі обміну інформацією на ринку цінних паперів, взаємовідносини між учасниками ціноутворення стають заплутані та навіть, драматичні. Як наслідок – загострюється конкуренція за результат і за отримання доходів. Вона модифікує поведінку споживачів і стратегію, і цінову політику фінансових інститутів, позначається на конкуренції і на ефективності функціонування ринку.

---

[1] *Миловидов В.* Асимметрия информации или «симметрия заблуждений»? / В. Миловидов // Журнал Мировая экономика и международные отношения. – 2013. – №3. – С 45–53.

Форми прояви впливу асиметрії інформації на ринок різноманітні. У ряді випадків асиметрія інформації може стати причиною формування ринкової влади продавців, що провокує недобросовісну конкуренцію. Оскільки отримання інформації пов'язане для покупця з додатковими витратами, то воно має для нього сенс тільки в тому випадку, якщо очікувані вигоди перевищать витрати на пошук інформації. Коли покупці не інформовані про величину витрат, пов'язаних з пошуком інформації і величиною вигод від її отримання, цим може скористатися продавець, встановлюючи ціну на продукт вище рівноважної. Іншими словами, навіть на ринку досконалої конкуренції виникають ситуації, коли продавець може продавати товар за цінами, що перевищують граничні витрати виробництва.

Асиметрія інформації є також джерелом цінової дискримінації. Часто покупець не здатний визначити якісні характеристики блага. Це дає можливість продавцю диференціювати продукт, виходячи не з реальної зміни його параметрів, а за допомогою їх імітації, яку називають фантомною диференціацією.

Від асиметрії інформації страждає не тільки споживач. Приховані характеристики покупців часто стають причиною недоотримання прибутку навіть для фірм, які займають певну долю олігополістичного ринку. Це породжує серйозну проблему для роботодавців при наймі робочої сили. Якщо роботодавець виявиться не здатним визначати професійні якості працівників, це може стати причиною не тільки скорочення його прибутку, але і зниження ефективності функціонування ринку праці.

Ще в 2000 році відомий фінансист Дж. Сорос критикував сталі і закоренілі існуючі фінансові теорії, за якими вважається, що, «володіючи більш повною інформацією, фінансові ринки будуть спроможні автоматично коригувати диспропорції, які виникають; точніше, якщо фінансові ринки не зможуть їх коригувати то з таким завданням взагалі ніхто не зможе справитись». За такою логікою головне завдання полягає в забезпеченні доступності необхідної інформації та в недопущенні будь-якого втручання в діяльність ринкового механізму. Весь цей ланцюжок частково усуває наслідки, але не причину, не говорячи вже про принципову причину[1].

Дж. Стігліц, Дж. Акерлоф та М.Спенс за дослідження в галузі інформаційної економіки були нагороджені у 2001 році Нобелівською премією. У своїх дослідженнях вони намагалися показати, що інформаційну економіку чекають фундаментальні зміни: проблеми інформації є центральними не тільки в ринковій економіці, але також і в політекономії, і ми досліджуємо деякі із значень інформаційних недоліків для політичних процесів»[2].

---

[1] Проблеми та перспективи інтеграції банківської системи України у світовий фінансовий ринок. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.diplomus.in.ua/load/problemi_ta_perspektivi_integraciji_bankivskoji_sistemi_ukrajini_u_svitovij_finansovij_rinok/11-1-0-50492 – Назва з титул. екрану.

[2] *Stiglitz J.E.* Information and the Change in the Paradigm in Economics / J.E. Stiglitz // The American Economist. – 2003. – Vol. 47. – № 2. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/17485/mod_resource/content/1/CHY%20-%20Stiglitz%20-

Але, звичайно, і для економічних процесів це має не менш суттєве значення. Коли інформація між учасниками ринку розподілена нерівномірно, то особи, які володіють більш повною інформацією про благо або про умови угоди, виявляються у виграші і можуть використовувати цю обставину до власної вигоди. Таке явище отримало назву ризику безвідповідальності[1].

Хоча ми тлумачимо ризик безвідповідальності як недобросовісну поведінку, це, на нашу думку, не зовсім підходяща характеристика для оцінки ринкової поведінки. Перекручення або навіть неподання будь-якої частини інформації є свідченням недобросовісної поведінки. Однак не можна забувати, що отримання інформації пов'язане з витратами. Тому ризик, якому піддається недостатньо інформований агент, з економічної точки зору може розглядатися в якості своєрідної плати за доступ до інформації. Іншими словами, в економічному аспекті отримання вигоди за рахунок володіння повною інформацією цілком відповідає принципу раціональної поведінки. Суть проблеми ризику безвідповідальності полягає в тому, що ринок з асиметричною інформацією надає можливість одному з учасників ринкової угоди зловживати очікуваннями іншого учасника, що займає менш повною інформацією.

Суть проблеми ризику безвідповідальності полягає в тому, що ринок з асиметричною інформацією надає можливість одному з учасників ринкової угоди зловживати очікуваннями іншого учасника, що володіє менш повною інформацією.

Ідеї теорії асиметрії інформації використовуються вченими також у питаннях впливу фінансового ринку та ринку цінних паперів на реальний сектор економіки. Так, Бернанке, Гертлер і Гілкріст (*Bernanke and Gertler 1995*)[2] розробили концепцію «фінансового акселератора», яка полягає в тому, що вартість зовнішніх і внутрішніх джерел фінансування для фірми є неоднаковою, як це передбачалося раніше, відповідно до теореми Модільяні–Міллера. Зовнішнє фінансування завжди більш дорогим для фірми, оскільки фінансові посередники, власники зовнішніх ресурсів, не володіючи повною інформацією про позичальників, несуть агентські витрати (agency costs), пов’язані з моніторингом діяльності фірм. Існує так звана премія за зовнішнє фінансування (external finance premium), яка являє собою різницю між вартістю зовнішнього і внутрішнього фінансування фірми, яка обернено пропорційна величині чистого багатства (net worth) позичальника. Монетарна політика, впливаючи на процентні ставки, змінює чисте багатство позичальника, яке являє собою суму вартості його ліквідних активів і вартість застави неліквідних активів, і це в кінцевому підсумку впливає на реальну економіку. І якщо при проведенні стримуючої монетарної політики ставки процента в економіці зростають, чисте багатство позичальників падає, відповідно премія за використання зовнішнього

%20Aula%205.pdf.

[1] Ризик безвідповідальності (moral hazard) – недобросовісна поведінка, яке полягає у спотворенні інформації і характеризується прагненням отримати додаткову вигоду за рахунок наявності асиметрії інформації.(Авт.)

[2] *Bernanke B.* Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission / Bernanke B., M. Gertler // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – №9. – P. 27–48.

фінансування при цьому збільшується, що призводить до зменшення обсягу випуску і зниженню поточних витрат. Як наслідок, чисте багатство позичальника більше скорочується, доступ фірм до зовнішнього фінансування стає більш затрудненим, виробництво і витрати падають все більше і більше і т.д.

Згідно такої схеми зовнішні шоки, які призводять до зміни чистого багатства позичальників, багатократно посилюють вплив на реальну економіку.

Пізніше, для оцінки впливу монетарного шоку на рівноважний стан економіки Бернанке, Гертлер и Гілкріст (*Bernanke, Gertler and Gilchrist 1999*) [1] представили модифікацію стандартної динамічної нової кейнсіанської моделі, в якій описується вплив фінансового сектора економіки через зміну обсягів кредитів, які надаються фірмі[2].

У 2003 році Крістіано, Мотто и Ростагно (*Christiano, Motto and Rostagno 2003*) розробили також свою схему впливу асиметрії інформації на фінансовий сектор економіки. На їх думку, асиметрія інформації діє на фінансовому ринку через стандартний механізм «фінансового акселератора», через зміну вартості капіталу підприємців, а пізніше – через «ефект дефляції Фішера» (*«Fisher defl ation effect»*), який виявляється у зміні реальної вартості підприємницького боргу, що відбувається в результаті неочікуваного рівня цін[3]. Тобто вплив асиметрії через стандартний механізм «фінансового акселератора» призводить до впливу на ціни як в реальному, так і в фінансовому секторі економіки і провокує додаткові транзакційні інформаційні витрати.

Таким чином, асиметрія інформації тримає ринок цінних паперів ув тонусі, стимулюючи учасників ринку цінних паперів для постійного пошуку оптимальних рішень в умовах неповної інформації. Чим вагоміший є цей вплив, тим менше впевненість учасників ринку в тому, що інформаційна складова їх мотивацій достатня для прийняття рішень в ціноутворенні. Залежно від ступеня асиметрії інформації зумовлені нею негативні наслідки можуть проявитися як у неоптимальному розподілі фінансових ресурсів, так і в диспропорціях у встановленні рівноважної ціни. Поглиблення інформаційної асиметрії може призвести і до більш серйозних наслідків глобального масштабу, зокрема розвитку глобальних фінансових криз, які як і століття назад починаються із біржових ринків. Все це потребує розвитку нових регуляторних механізмів, здатних обмежити негативний вплив асиметрії інформації на розвиток як ринку цінних паперів, так і розвиток фінансового ринку та національної економки в цілому.

---

[1] *Bernanke, B., Gertler, M. and Gilchrist, S.* (1999). The fi nancial accelerator in a quantitative business cycle framework. In: Taylor, J.B., Woodford, M. (Eds.). Handbook of Macroeconomics. Vol. 1 C. North-Holland. Amsterdam.

[2] *Кавицкая И.Л.* Анализ воздействия монетарного шока на экономику: история вопроса и некоторые новые идеи / И.Л. Кавицкая // JOURNAL OF INSTITUTIONAL STUDIES (Журнал институциональных исследований). – 2010. – № 4. – С. 77.

[3] *Christiano L.J.* The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis / L.J. Christiano, R. Motto // Journal of Money, Credit and Banking. – 2003. – №6. – P. 1119–1198.

2.4. Основні чинники виникнення транзакційних витрат у процесі ціноутворення

Одним з найважливіших аспектів ціноутворення на ринку цінних паперів є транзакційні витрати. На сучасному етапі розвитку економіки України проблема транзакційих витрат набула особливої актуальності. Важливість дослідження транзакційих витрат не викликає сумніву, оскільки вони, будучи своєрідним «зв'язуючим компонентом», що забезпечує саму можливість реалізації економічних відносин, мають визначальне значення для функціонування економічної системи як такої[1]. Причиною цього є недостатня розвиненість інституційного середовища ринку цінних паперів України порівняно з іншими країнами. По-друге, широкими темпами розвивається інформатизація, наслідки якої носять двоїстий характер. З одного боку, вона прискорює процеси пошуку інформації і обміну нею як усередині господарюючого суб'єкта, так і у взаємодії з зовнішнім світом, сприяє виникненню нових форм організації підприємницької діяльності, удосконаленню організаційних структур фірм. З іншого боку, зростання обсягів інформації і швидкості інформаційного обміну між господарюючими суб'єктами в умовах інформаційної економіки призводить до збільшення витрат експлуатації економічних систем – транзакційних витрат. Чим складніша економічна система і чим більше у ній опосередковуючих ланок, зв'язків і відносин між задіяними економічними суб'єктами, тим помітніше зростання рівня транзакційних витрат[2].

Значна частка сукупних транзакційних витрат має місце в корпоративному секторі економіки. Пов'язано це з постійним укрупненням корпоративних структур і збільшенням числа операцій, що здійснюються корпораціями. Адже в результаті діяльності корпорацій як інституційних одиниць проблема вимірювання та мінімізації транзакційних витрат набуває особливої важливості.

Діяльність будь-якої фірми (інституту) на ринку цінних паперів неможливо уявити без сукупності контрактів, які певною мірою є узагальненим підсумком процесу ціноутворення та які супроводжуються транзакціями. Із збільшенням розмірів фірми розростається і набір контрактів, що лежать в основі її формування та функціонування. А це неухильно веде до зростання транзакційних витрат, які необхідно мінімізувати в процесі ціноутворення з метою отримання максимальних прибутків. Дослідження природи виникнення, причин і способів мінімізації транзакційних витрат на фінансовому ринку

---

[1] *Тимофіїв С.В.* Методологічні аспекти обліку трансакційних витрат / С.В.Тимофіїв // Сучасні кризові явища в економіці і проблеми облікового, контрольного і аналітичного забезпечення управління підприємством : тези доповідей матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, 25 травня 2012 року. – Луцьк : РВВ Луцького національного технічного університету, 2012. – С. 260–262.

[2] *Губанова Н.* Трансакційні витрати в інформаційній економіці /Н.Н. Губанова, Ю.О. Укіс // Вісник економіки транспорту і промисловості (збірник науково-практичних статей). – 2009. – № 26. – С. 57–61.

дозволяє виробити систему заходів на їх мінімізацію і, в кінцевому рахунку, на підвищення ефективності ціноутворення між інституційними одиницями (агентами).

Щоб з'ясувати значимість транзакційних витрат в ціноутворенні на ринку цінних паперів, потрібно в першу чергу звернутися до самого поняття транзакція, оскільки можливе помилкове використання термінів «обмін», «контракт», «угода» як замінників поняття «транзакція». Поняття трансакції було вперше введено в науковий обіг Дж. Коммонсом[1]. Під транзакцією він розумів не просто обмін товарами, а відчуження і присвоєння прав власності і свобод, створених суспільством. Поняття транзакції має широке застосування і використовується для позначення обміну як товарами, так і юридичними зобов'язаннями, угод як короткострокового, так і довгострокового характеру, які вимагають детального документального оформлення, так і передбачають просте взаєморозуміння сторін[2]. Коли розглядається транзакція, то в явному вигляді повинні бути визначені обмеження дій або контекст, в якому вони розглядаються. Іншими словами транзакція є дією, покладеною у взаємодією між агентами[3].

Важливість дослідження Дж.Коммсона полягає в тому, що він класифікував транзакції на три види, а саме переговорні (bargaining), управлінські (managerial) і раціональні (rationing). До першої групи ним віднесено транзакції, які передують укладанню угоди, де дотримується умова симетричності відносин між контрагентами. Відмінною ознакою таких транзакцій є не виробництво, а передача товару з рук в руки. Транзакції управління – це відносини управління підпорядкуванням, які передбачають таку взаємодію між людьми, коли право приймати рішення належить тільки одній стороні. У транзакціях управління поведінка контрагентів є асиметричною, що є наслідком асиметричності взаємовідносин сторін і асиметричності правових відносин. Власне на цьому і функціонує ціновий механізм на ринку цінних паперів, який передбачає укладання угод. Особливість транзакцій раціонування полягає в тому, що в них зберігається асиметричність правового положення сторін, але місце керуючої сторони займає колективний орган, що виконує функцію специфікації прав. Транзакції раціонування з цих позицій, на нашу думку, лежать зовні механізму ціноутворення, оскільки вони включають в себе, наприклад, рішення арбітражного суду з приводу спорів, які виникають між діючими суб'єктами з метою отримання тим чи іншим агентом вигоди (прибутку).

---

[1] *Commons J.* Institutional economics / J. Commons // The American economic review. – 1931. – Vol.21. – P.468–657.

[2] *Вольчик В.* Курс лекций по институциональной экономике / Вольчик В. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http:// ie.boom.ru/Lecture3.htm.

[3] *Скоробогатов А.С.* Лекции и задачи по теории контрактов / Скоробогатов А.С. – СПб.: ГУ-ВШЭ, 2006. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://institutional.narod.ru/skorobogatov2/contents.htm

Особливого значення для питань ціноутворення також набуває думка С. Архієреєва[1], який пропонує відрізняти транзакції, які здійснюються всередині фірми (інтеракції) та поза межами фірми (ринкові транзакції). Цю думку поділяє і Ю. Коваленко[2], і вважає, що взаємодії фінансових корпорацій/квазікорпорацій та інших інституційних одиниць, які вони здійснюють без вступу у фінансові угоди і обміну прав власності, – це фінансові інтеракції. Такий підхід вважається нами важливим для однієї з форм ціноутворення – трансфертного ціноутворення, яке буде предметом наших подальших досліджень.

Таким чином, під транзакціями в ціноутворенні, в широкому розумінні слід вважати дії, спрямовані на координацію та взаємодію учасників ціноутворення, які пов'язані з обміном і захистом прав на фінансові активи. В контексті процедур ціноутворення трансакції слід поділяти на внутрішні (внутрішньо фірмовими, трансфертними) і зовнішні або ринкові при виході з пропозицією на ринок.

Близьким за змістом терміном щодо транзакції є поняття угоди. Від останньої транзакція відрізняється більшим охопленням економічних явищ. Поняттю угоди більш-менш відповідає тільки перший вид транзакцій за Дж.Комсоном, який передбачає їх здійснення на основі добровільної згоди сторін. Інші ж два види транзакцій здійснюються на основі реалізації владних повноважень однієї зі сторін. Тому важливо з позицій ціноутворення усвідомити той факт, що взаємодія учасників ціноутворення (агента і принципала) на ринку цінних паперів полягає в організації транзакцій (рис. 2.8.), а ринкові угоди, які укладаються в процесі ціноутворення, не є лише способом переміщення прав власності, але й містять альтернативні форми організації взаємовідносин.

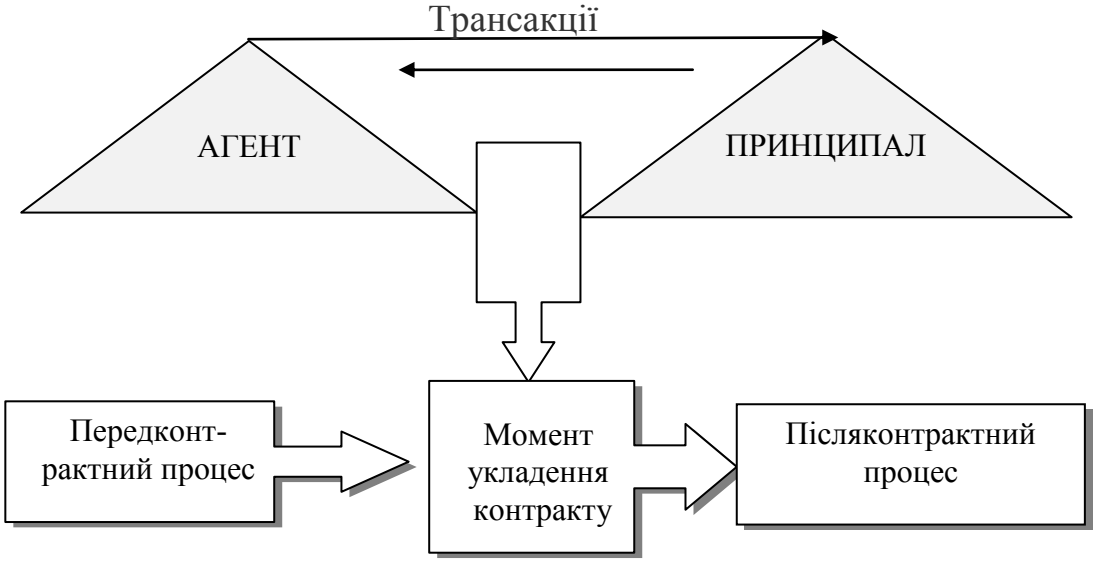


Рис. 2.8. Трансакції в контрактному процесі ціноутворення

[1] *Архиереев С.* Институциональные интеракции, как основа сетевых взаимодействий и проблемы посттрансформационной рыночной экономики / С. Архиереев // Журнал институциональных исследований. – 2012. – Т.4. – № 1. – С. 9–24.

[2] *Коваленко Ю.М.* Інституціоналізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю.М. Коваленко; Національний університет ДПС України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С.307.

Джерело: систематизовано автором на основі: *Архиереев С.* Институциональные интеракции, как основа сетевых взаимодействий и проблемы посттрансформационной рыночной экономики / С. Архиереев // Журнал институциональных исследований. – 2012. – Т.4. – № 1. – С. 9–24.; *Коваленко Ю.М.* Інституціоналізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю.М. Коваленко; Національний університет ДПС України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С.307.

Якщо апелювати до сучасної теорії контрактів, то в основу процесу ціноутворення може бути покладений контрактний процес, який передбачає три стадії: підбір принципалом агента, укладення оптимального контракту і його реалізація. Згідно підходів О.Вільямсона[1] перші дві стадії прийнято позначати як ex ante контрактний процес, а останню – як ex post контрактний процес. Той розділ теорії контрактів, який пов'язаний з вивченням ex ante контрактного процесу, зазвичай трактується як теорія агентських відносин (agency theory)[2]. Основне припущення, прийняте в рамках теорії агентських відносин, полягає в тому, що контракт після його укладення повністю реалізується і, таким чином, ex post контрактний процес не пов'язаний ні з якими додатковими труднощами.

До основних характеристик контрактного ціноутворення слід віднести той факт, що в контракті закріплюються форми організації відносин принципала і агента, правила обміну інформацією, вимоги до звітності, відповідальності, співпідпорядкованості; по-друге, – порядок виплати комісійних, в тому числі преміальних залежно від успіху агента, перерозподілу прав власності, інші ринкові стимули.

Контракт між принципалом і агентом – це одна з форм ціноутворення на ринку цінних паперів. У першу чергу вона націлена на впорядкованість відносин, закріплення між учасниками ринку (інвесторами і фінансовими інститутами) типових правил поведінки, розрахунків, зобов'язань і відповідальності[3]. Так формуються правила біржової торгівлі, кодекси поведінки і відносин з клієнтами, третейські суди, типові договори – це «регулюючі», «узгоджуючи», «конформістські» домовленості[4].

У процесі дослідження впливу теорії контрактів на формування теорії транзакційних витрат визначено, що неокласична теорія передбачає, що обмін правами власності відбувається миттєво і без втрат. Люди є повністю раціональними, володіють повною і симетричною інформацією, завжди виконують свої зобов’язання, а держава попереджує будь-які спроби порушити умови контракту. Тобто неокласичний підхід ігнорує всі проблеми, пов’язані з укладанням контрактів і їх реалізацією[5].

---

[1] *Уильямсон О.* Экономические институты капитализма / О. Уильямсон // Фирмы, рынки, «отношенченская» контрактация – СПб. : Лениздат, 1996. – С. 201.

[2] *Скоробогатов А.С.* Лекции и задачи по теории контрактов / Скоробогатов А.С. – СПб.: ГУ-ВШЭ, 2006. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://institutional.narod.ru/skorobogatov2/contents.htm

[3] *Миловидов В.* Асимметрия информации или «симметрия заблуждений»? / В. Миловидов // Журнал Мировая экономика и международные отношения. – 2013. – №3. – С 48.

[4] Там само. С. 47

[5] *Кузьминов Я.И.* Курс институциональной экономики: институты, сети, трансакционные издержки, контракты : учебник для студентов вузов / Я. И. Кузьминов, К. А. Бендукидзе, М. М. Юдкевич. – М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. – XL, 442 с.

Іноді контракти націлені на формування деяких альтернативних правил поведінки і принципалів, і агентів. Це так звані «опортуністичні», «конфліктні домовленості», «домовленості протидії». Це пояснюється основними предметними областями теорії ex ante контрактного процесу, а саме перед- і постконтрактним оппортунізмом[1]. Приклади такого роду контрактів виявляються у вексельних та залікових схемах, у створенні сурогатних платіжних засобів, у фінансових пірамідах. Наслідком предконтрактного опортунізму є несприятливий відбір (adverse selection), тобто звуження ринку за рахунок зменшення числа реалізованих угод.

Контракти поведінкової мотивації припускають максимальну прозорість дій агента. У них особлива роль належить інформації, яку повинен розміщувати принципал, щоб ефективно контролювати агента. Однак такі контракти мають на увазі або дуже точні і детальні процедури інформування принципала, або мають на увазі якусь цікаву обставину, що визначає його інформованість, або особливі зовнішні умови, які мінімізували б можливість агента діяти в порушення інтересів принципала. При відсутності необхідної інформації контракт з агентом, на думку Ейзенхардта[2], загрожує принципалу "ризиком недобросовісної поведінки " (moral hazard) або " негативним відбором" (adverse selection). "Ризик недобросовісної поведінки" в даному випадку використовується як більш широке поняття по відношенню до поняття "конфлікт інтересів". Мається на увазі широкий набір можливих ситуацій, коли агент ставить власні інтереси вище інтересів принципала: він може як без особливої.

Отже, однією з проблем, яка виникає в контрактному процесі, є проблема обмеженості інформації в економічних агентів. Саме завдяки цьому з'являється можливість прояву опортунізму, тобто схильності індивідів через власну вигоду вдаватися до обману або приховування інформації. ***Обмеженість інформації та опортунізм, разом узяті, породжують проблему асиметричності інформації на ринку цінних паперів, при якій інформація, що стосується важливих сторін угоди, доступна не всім її учасникам.*** *Гіпотеза про ефективність фінансового ринку та ринку цінних паперів, де вся інформація відображається в цінах на активи з цих позицій так і залишається лише гіпотезою.* Гіпотеза ефективного ринку (Efficient Market Hypothesis, EMH) стверджує, що фінансовий капітал обертається з метою досягнення тих норм прибутку, які є найбільш привабливими для інвесторів, і що згідно з цим принципом, ціна на цінні папери в будь-який момент часу «повною мірою відображає всю інформацію, доступну на той момент», тому

[1] Іноді ці предметні області позначаються також як ex ante та ex post проблеми в рамках теорії ex ante контрактного процесу. Таким чином, необхідно розрізняти ex antei ex post контрактні процеси і в рамках першого ex ante та ex post проблематику. У першомувипадку критерієм розмежування ex ante та ex post є укладення контракту, а в останньому випадку – підбір агента.

[2] *Eisenhardt K.* Agency Theory: An Assessment and Review / *K. Eisenhardt* // Academy of Management Review. – 1989. – V.14. – № 1. – P. 57.

неможливо було б заробити послідовний економічний прибуток за рахунок торгівлі на основі наявної інформації[1]

З огляду на це, принципали змушені постійно "інвестувати" у власну інформованість, що збільшує витрати на вибір агентів і підтримку відносин з ними, які є частиною транзакційних витрат.

Результатом наведених вище міркувань є висновок, що особливе місце в межах транзакцій варто виділяти транзакційним витратам, які «народжені» взаємодією принципала і агента в процесі ціноутворення та прагнути їх мінімізувати. Більше того, вказане, на нашу думку, є важливою передумовою уточнення концептуальних сутнісних характеристик поняття «транзакційні витрати в ціноутворенні на фінансовому ринку».

Що стосується транзакційних витрат взагалі, то вперше це поняття у 1937 році застосував Р.Коуз[2]. Саме через існування транзакційних витрат Р. Коуз пояснює взаємовідносини між учасниками процесу ціноутворення з приводу купівлі-продажу. «Покупці і продавці мають знаходити один одного; покупці повинні вивчити те, що продавці можуть їм запропонувати, а продавці – що покупці хочуть придбати; обидві сторони мусять вивчити ціни, за якими інша сторона погодиться здійснювати операції, сторони повинні вести переговори, виробляти контракти, забезпечувати їх виконання і таке інше. Створюватимуться ринки і з'являтимуться спеціалісти – дилери і брокери – для забезпечення процесу обміну. Саме витрати такої діяльності я називаю транзакційними витратами »[3].

С.Малахов, посилаючись на модель О. Вільямсона (засновану на питанні «купувати чи виробляти»), наголошує на тому, що транзакційні витрати – це різниця між ціною пропозиції і можливо більш низькою ціною, що сплачується покупцем в якості альтернативи більш високим витратам пошуку, очікування або виробництва[4]. У трактуванні Д. Норта транзакційні витрати «складаються з витрат оцінки корисних властивостей об'єкта обміну та витрат забезпечення прав і примусу до їх дотримання» і виникають через цінність інформації та її асиметричність розподілу між сторонами обміну[5].

Наразі слід зазначити, що транзакційні витрати в ціноутворенні – це витрати прямої дії – витрати, які виникають, реалізуються і ускладнюють процес ціноутворення. Так, транзакційні витрати в процесі ціноутворення пов'язані, в першу чергу, з проблемами розробки умов контракту, узгодження їх між сторонами, що також потребує витрат ресурсів і часу. Наприклад, розробка опціону як контракту, що містить зобов'язання або права, реалізовані в майбутньому, припускає проекцію дій учасників на перспективу. Однак для

---

[1] *Michael J.* Dempsey. A Multidisciplinary Perspective on the Evolution of Corporate Investment Decision Making/ J. Michael // Accounting, Accountability & Performance. – Volume 9, Number 1, 2003.

[2] *Коуз Р.* Природа фирмы / Рональд Коуз // ЭКО: Экономика и организация промышленного производства. – 1993. – № 2. – С. 66–82.

[3] *Коуз Р.* Фирма, рынок и право / Рональд Коуз ; пер.с англ. – М. : Дело, 1993. – 192 с.

[4] *Малахов С.* Трансакционные издержки в российской экономике / С. Малахов // Вопросы экономики. – 1997. – № 7. – С. 77–86.

[5] *Норт Д.* Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Д.Норт. [пер.с англ. А.Н.Нестеренко]. – М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997. – С.28.

цього формалізований контракт повинен містити кодифіковану інформацію, а також припускати розуміння (розкодування) зазначених у ньому умов. Крім того, чим більш детально розроблений контракт, тим менше ймовірність опортуністичного поведінки при інших рівних умовах.

Відмітимо також, що для обґрунтування феномена транзакційних витрат є важливими два моменти: розбіжність економічних інтересів взаємодіючих один з одним агентів і феномен невизначеності. Невизначеність розглядається через фрагментарність (і, як правило, викривленість) наявної у індивідів інформації та обмежених можливостей її переробки, якими вони (агенти) володіють. Враховуючи наявність двох аспектів у поясненні транзакційних витрат, їх можна інтерпретувати як витрати з координації діяльності економічних агентів і уникненню розподільчого конфлікту між ними[1].

Існують три теорії виникнення транзакційних витрат при укладанні угоди: теорія транзакційних витрат; теорія суспільного вибору і теорія угод. За постулатом неокласики, витрати на отримання інформації відсутні, а сторони володіють всім обсягом інформації про операцію. Головним моментом теорії транзакційних витрат є припущення існування витрат про продавців і ціни, тобто інформаційних витрат, величина яких визначається такими факторами, як кількість продавців і покупців на ринку, ступінь однорідності товару, тривалість їх присутності на ринку, географічна протяжність ринку. Наслідком таких підходів є те, що всі транзакційні витрати є частиною інформаційних. При цьому акцент при економічному аналізі витрат переноситься на ринок інформації і на ціну інформації. Теорія суспільного вибору пов'язує виникнення транзакційних витрат з витратами узгодження сторін. У цій теорії акцентується увага на неможливість досягнення згоди учасників ціноутворення у зв’язку з перекладанням витрат на оточуючих. Досягти згоди за розподілом власної вигоди сторони не можуть. Теорія угод наголошує на тому, що на неокласичному ринку транзакційні витрати відсутні, але цей ринок стикається з іншими угодами (моделями), що крім високих витрат на пошук і обробку інформації створює передумови для перетворення цілеспрямованої поведінки учасників в опортуністичну[2]. Отже, транзакційні витрати мають суттєвий вплив на ефективність взаємодії учасників ціноутворення (економічних агентів) один з одним в межах конкретного середовища, і для їх мінімізації виникає нагальне потреба в упорядкуванні (класифікації), диференціації їх у процесі ціноутворення.

Загальновизнаною й авторитетною є класифікація транзакційних витрат, запропонована Д. Нортом та остаточно сформульована Т. Еггертссоном. Згідно з цією класифікацією, транзакційні витрати складаються із: витрат пошуку; витрат ведення переговорів; витрат складання контракту; витрат моніторингу; витрат на здійснення примусу дотримання умов контракту; витрат на захист

---

[1] *Шаститко А.Е.* Новая институциональная экономическая теория / А.Е. Шаститко. – М. : ТЕИС, 2010. – С.250.

[2] *Биушкин А.В.* Роль трансакционных издержек в процессе совершения сделок/ А. В. Биушкин // Вестн. Челяб. гос. ун-та. – 2006. – № 1. – С. 189–193.

прав власності[1]. Із вітчизняних авторів більш уточнену класифікацію транзакційних витрат у фінансовому секторі економіки дає Ю.М. Коваленко і відносить до них витрати на: пошук партнерів, інвесторів, клієнтів; ведення конкурентної боротьби (подолання цінового тиску, захист зайнятого сегмента фінансового ринку, боротьба за нові ринки тощо); усунення помилок в організації, управлінні, бізнес-системі; оплату послуг фінансових посередників, а також інфраструктурних учасників ринку цінних паперів; адаптацію бізнес-систем(налагоджування механізмів погодження інтересів суб'єктів фінансового сектору, зокрема погодження попиту та пропозиції фінансових активів, фінансових послуг, тощо[2]. Деякі вітчизняні автори[3], враховуючи зарубіжний досвід, також здійснюють класифікацію транзакційних витрат, але вже для потреб їх обліку[4], і відносять до них: витрати пошуку інформації; витрати проведення переговорів та укладання угод; витрати виміру; витрати специфікації і захисту прав власності; витрати опортуністичної поведінки. Е. де Сото виокремлює непродуктивні транзакційні витрати, які можуть бути обраховані, та які включають в себе декілька складових[5]:

- офіційні тарифи на проходження бюрократичних процедур;
- альтернативна вартість часу, необхідного для виконання регулярних процедур;
- пряма вартість хабарів на успішне проходження бюрократичних процедур і забезпечення преференційних умов;
- податкові витрати (податковий тягар, витрати податкового адміністрування);
- витрати з неформального забезпечення захисту і виконання контрактів (витрати на охорону, підкуп посадових осіб та ін.);
- альтернативна вартість витрат часу на пошук достовірної інформації про контрагентів, перевірку їх надійності, інші інформаційні витрати;
- витрати на моніторинг виконання контрактів. При цьому автор наголошує на тому, що частина непродуктивних витрат є неофіційними.

Потрібно відзначити, що загальноприйнятої класифікації транзакційних витрат не склалося, кожен із дослідників звертав увагу на найбільш цікаві, з його точки зору, елементи. Дж. Стіглер виділив серед них «інформаційні витрати», О. Вільямсон – «витрати опортуністичної поведінки», М. Дженсен і У. Меклінг – «витрати моніторингу за поведінкою агента і витрати його поразок», Й. Барцель – « витрати виміру », П. Мілгром і Дж. Роберт – «витрати

---

[1] *Демиденко Л. М.* Класифікація трансакційних витрат і їх взаємозв'язок із логістичними витратами у кормо виробництві / Л.М. Демиденко // Наукові праці Полтавської державної аграрної академії. Серія: Економічні науки. – 2011. – Випуск 2. – Том 1. – С.92–97.

[2] *Коваленко Ю.М.* Трансакційні витрати у фінансовому секторі економіки / Ю.М.Коваленко // Ринок цінних паперів. – 2011. – №3–4. – С.82.

[3] *Милошик В.І.* Проблеми визначення трансакційних витрат / В.І.Милошик // Наукові записки. Економічні науки. – 2000. – Т. 18. – С.46–50.

[4] Мова йде про класифікацію витрат згідно Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 16 «Витрати».

[5] *Де Сото Э.* Иной путь. Невидимая революция в третьем мире / Э. Де Сото. – М. : Изд-во Gatallaxy, 1995. – 320 с.

впливу», Г. Хансманн – «витрати колективного прийняття рішень». К. Далман включив їх до складу «витрати збору і переробки інформації, витрати проведення переговорів і прийняття рішень, витрати контролю і юридичного захисту виконання контракту»[1]. Розпорошеність думок як зарубіжних, так і вітчизняних вчених щодо класифікації витрат, пов'язана з відсутністю єдиного методологічного підходу щодо обліку та оцінки транзакційних витрат як на макро-, так і на макрорівні. Але разом з тим дозволяє нам окреслити транзакційні витрати, пов'язані з процесами ціноутворення на ринку цінних паперів та визначити основні чинники, які сприяють формуванню транзакційних витрат у ціноутворенні (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Класифікація транзакційних витрат у ціноутворенні на фінансовому ринку

Класифікаційна ознака	Вид транзакційних витрат
Витрати за етапами виконання контракту	− витрати перед укладанням контракту; − витрати в процесі укладання контракту; − витрати після укладання контракту
Витрати з трансформації прав власності	- витрати з набуття прав власності; − витрати при обміні прав власності; − витрати на захист прав власності
Витрати за організаційною формою	− зовнішні, ринкові витрати; − внутрішні, в т.ч. трансферні витрати
За економічним змістом	− витрати пошуку інформації; − витрати ведення переговорів; − витрати укладання контракту; − витрати моніторингу; − витрати специфікації та захисту прав; − витрати опортуністичної поведінки; − витрати захисту від третіх осіб
За сегментом діяльності на ринку цінних паперів	− витрати на створення контрактів (опціонного, форвардного, ф'ючерсного, інше); − витрати фінансових посередників

Джерело: доповнено автором на основі *Архієреєв* С. І. Трансакційні витрати в умовах ринкової трансформації: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра ек. наук : спец. 08.01.01 «Економічна теорія» / С. Архієреєв ; ХНУ. –Х., 2002. – 34 с.; *Булеев И. П.* Управление трансакционными издержками в переходной экономике : монография / И. П. Булеев; НАН Украины. Ин-т экономики пром-сти. – Донецк, 2002. – 153 с.; *Костина О. И.* Трансакционные издержки: опыт политико-экономического анализа : автореф. дис. на соискание уч. степени канд. эк. наук: спец. 08.00.01 «Экономическая теория» / О. И. Костина ; Ивановский гос. ун-т. – Иваново, 2007. – 26 с.; *Паєнтко Т. В*. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків : монографія / Т. В. Паєнтко. – К.: ДКС центр, 2013. – 294 с.; *Шепеленко О. В.* Управління трансакційними витратами в економіці України : автореф. дис. на здоб. наук. ступ. д-ра ек. наук : спец. 08.00.03 «Економіка та управління національним господарством» / О.В. Шепеленко ; Донецький нац. університет. – Д., 38 с.

[1] *Биушкин А.В.* Роль трансакционных издержек в процессе совершения сделок/ А. В. Биушкин // Вестн. Челяб. гос. ун-та. – 2006. – № 1. – С. 189–193.

Серед основних чинників формування транзакційних витрат слід виокремити п’ять груп: маркетингові, правові, психологічні, технологічні, організаційні (рис. 2.9).

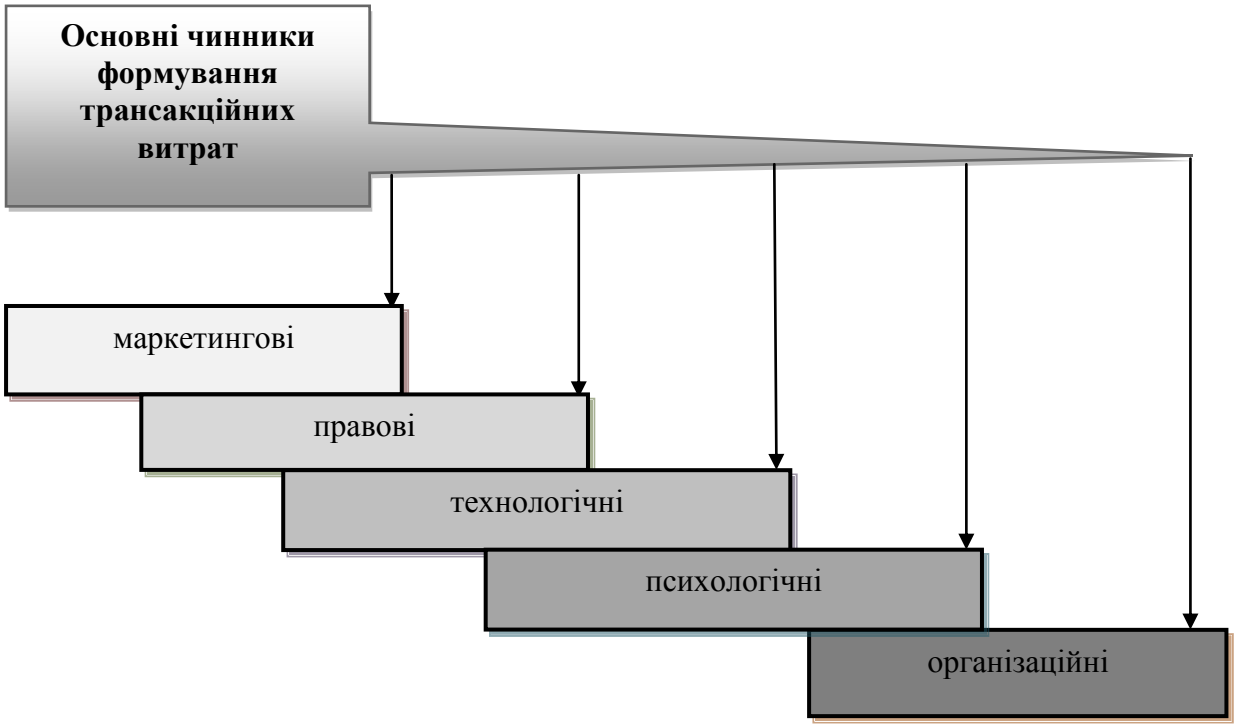


Рис. 2.9. Основні чинники виникнення транзакційних витрат у процесі ціноутворення

Джерело: побудовано автором

Маркетингові чинники виникають внаслідок:

- контрактної природи взаємовідносин принципала і агента, зокрема, формуються на основі контрактних відносин. Відповідно, контракти супроводжуються транзакційними витратами, що й виступає аргументом у вивченні транзакційних витрат у будь-якому сегменті фінансового ринку;

- конкурентної боротьби. В умовах інтеграційних процесів з’являються нові фірми, фінансові посередники та новітні фінансові інструменти, внаслідок чого загострюється конкурентна боротьба і відображається в різних формах. Тому необхідно використовувати нові стратегії маркетингу, опановувати нові ринкові сегменти тощо;

- конкурентоспроможності фінансових товарів(послуг), масштабу ринку; сегменту конкурентного ринку (олігополістичного, монополістичного); виду цінової логістичної стратегії; еластичність попиту на фінансовий товар, послугу(еластичний, нееластичний).

До правових чинників слід віднести:

- провадження діяльності з приводу купівлі-продажу фінансових активів, фінансових зобов’язань у рамках закону. Сюди відносять діяльність агента, що супроводжується витратами: на реєстрацію юридичної особи, на одержання ліцензії, одержання юридичної адреси тощо;

- відсутність легально зафіксованих прав власності;

- неможливість використання контрактної системи та незахищеність прав інвесторів;

- двосторонній характер позалегальної двосторонньої угоди. Прагнення до приховання діяльності і її результатів від закону спонукає максимально обмежувати коло учасників нелегальної угоди. Треті особи, чиї інтереси опосередковуються угодою, вилучені з кола її учасників, тому їхні інтереси не враховуються;

- позалегальні процедури розв'язування конфліктів тощо.

До психологічних чинників слід віднести перешкоди, що виникають у досягненні цілей споживача фінансових товарів, враховуючи їх психоемоційні характеристики сприйняття таких товарів, послуг. Так, наприклад, недовіра клієнтів (реципієнтів) окремим інститутам фінансового ринку. До психологічних факторів належить фактор ризику.

Технологічні чинники створюють перешкоди, що виникають у процесі ціноутворення згідно поставленої мети: незаплановане підвищення операційних, маркетингових та непродуктивних витрат, що не входять до складу собівартості; непередбачених витрат, пов'язаних з термінами виконання контрактів, змінами валютного курсу, облікової ставки, грошово-кредитної політики тощо.

Організаційні чинники створюють перешкоди, пов'язані з організацією торгівлі на позабіржовому, нелегальному ринку, нечітким делегуванням повноважень фінансовим посередникам, асиметрією інформації, витратами часу на пошук достовірної інформації про контрагентів, перевірку їх надійності, інші інформаційні витрати; витрати на моніторинг виконання контрактів тощо.

Усі перераховані чинники взаємодіють у процесі ціноутворення і формують частину собівартості фінансових товарів, послуг. Пріоритетність дії того чи іншого чинника визначається сегментом (видом) фінансового ринку, структурними особливостями продавців і покупців, видом фінансового товару, можливістю і формою участі фінансових і торгових посередників, рівнем асиметрії інформації у контрагентів, формою організації торгівлі на фінансовому ринку тощо. Хоча наявність економічного (маркетингового) та правового факторів є найбільш відчутними для процесів ціноутворення, не можна відкидати й інших, менш важливих, оскільки вони всі пов'язані між собою, і поява одного фактора передує появі іншого. А це, відповідно, позначається на результатах ринкової ціни, зазначеної в тій чи іншій угоді.

Таким чином, для зменшення транзакційних витрат є необхідність створення посередницьких центрів ціноутворення. Або, іншими словами, транзакцій на економіка пророкує, що відбудеться поступовий перехід від ринкового механізму (який має більш високу інтенсивність стимулів) до ієрархічних централізованих структур (яким властива пристосовність до ринкового середовища) відповідно до зростання цінності активів.

В Україні відбувається зворотній процес. Багато підприємств, які входили до складу однієї фірми, виявилися роз'єднаним. Унаслідок цього всі внутрішньо

фірмові витрати (внутрішні трансакції) перетворилися в зовнішні і виникли значні труднощі, пов’язані з так званим трансфертним ціноутворенням. Оскільки те, що являло собою просту внутрішньо фірмову угоду, зараз стало ринковим контрактом на міжнародному рівні з усіма витікаючи ми наслідками. В цьому контексті незаперечливим є той факт, що багато господарюючих суб'єктів, перебувають у країнах СНД, тобто за кордоном, і тепер з ними потрібно налагоджувати контакт за всіма правилами міжнародного ринку. З огляду на це, особливої уваги потребують транзакційні витрати при здійсненні операцій з пов’язаними особами, операції з суб’єктами спеціальних режимів оподаткування тощо. Як наслідок, змінюються умови договорів, контрактів і підвищуються витрати транзакцій холдингів, оскільки холдингові компанії мають торговельні домовленості із закордонними контрагентами. В такому випадку формується митна ціна товару, формування якої дуже відрізняється від порядку розрахунку, так званої «податкової (трансфертної) ціни», оскільки її параметри розраховуються митним органом.

Як відомо, методик розрахунку трансфертної ціни існує декілька, і всі вони відповідають міжнародним стандартам. Але реально відслідкувати особливості формування митної ціни вкрай ускладнено. Крім цього при формуванні внутрішніх цін усіх великих холдингових структур відслідковуються монополістичні надбавки і таку «антимонопольну ціну» необхідно якимось чином ідентифікувати та контролювати. Це спонукало новостворене Міністерство доходів і зборів України вийти з ініціативою щодо нового проекту закону «Про трансфертне ціноутворення». Вважається, що новостворений законопроект буде мати позитивне значення, оскільки покликаний врегулювати взаємовідносини між учасниками ціноутворення з питань оподаткування. Зокрема це пов’язано з сферою та порядком застосування звичайних цін. Цим законопроектом визначено:

1) сферу застосування звичайних цін[1]:

- операції з пов'язаними особами (відповідно до критеріїв ст. 14.1.159 ПКУ);

- бартерні операції (відповідно до критеріїв ст. 14.1.10 ПКУ);

- операції з суб'єктами спеціальних режимів оподаткування (розділ XIV ПКУ);

- операції з суб'єктами, що застосовують знижені ставки податку на прибуток.

А також визначено неплатників податку на прибуток (крім фізичних осіб, які не є СПД), страхування ризиків у ціноутворенні, розрахунки з ПДВ тощо.

2) порядок застосування звичайних цін:

- доходи за операціями з пов'язаними особами повинні бути не нижче звичайної ціни (ст. 153.2.1 ПКУ).

[1] Звичайна ціна – ціна товарів (робіт, послуг), визначена сторонами договору, якщо інше не встановлено ПКУ. Якщо не доведене зворотнє, вважається, що така звичайна ціна відповідає рівню ринкових цін (ст. 14.1.71 ПКУ).

- витрати за операціями з пов'язаними особами повинні бути не вище звичайної ціни (ст. 153.2.2 ПКУ).

У такому ж порядку регулюються операції з неплатниками податку на прибуток та суб'єктами, які сплачують податок на прибуток підприємств за іншою ставкою (ст. 153.2.3 ПКУ). Дозволяє відхилення – 20%. Спеціальне правило – не включається до від'ємних витрат сума перевищення витрат, «понесених у зв'язку з продажем/обміном товарів» над доходами за операціями з пов'язаними особами та за договорами на переробку давальницької сировини (ст. 153.2.6 ПКУ).

3) можливість врегулювання відносин з бізнесом (великими платниками податків) і податковими органами договором про ціноутворення для цілей оподаткування (постанова КМУ № 787 від 22.08.2012 р.). У договорі можна погодити метод, а також офіційне джерело інформації, яке використовується для визначення звичайної ціни. Для точних розрахунків параметрів ціни метою оподаткування цей законопроект також передбачає поетапний алгоритм визначення звичайної ціни (рис. 2.10).

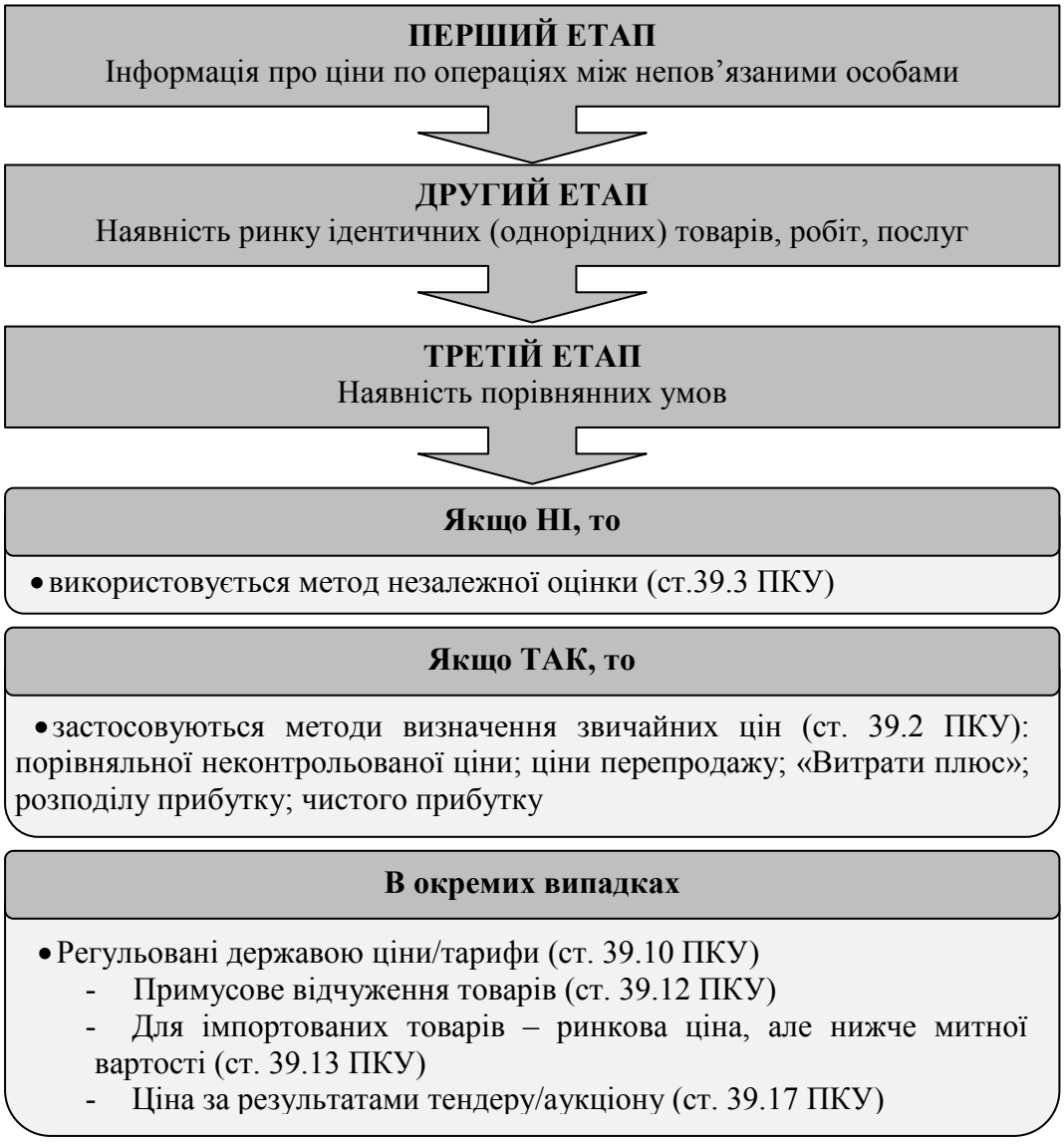


Рис. 2.10. Алгоритм визначення звичайної ціни згідно проекту Закону України «Про трансфертне ціноутворення»

Джерело: побудовано автором

Практика трансфертного ціноутворення з 2011 року уже запроваджена Росією з прийняттям Федерального Закону №277-ФЗ від 18.07.2011р. «Про внесення змін в окремі законодавчі акти російської федерації у зв'язку з вдосконаленням принципів визначення цін для цілей оподаткування»[1] (далі-Закон № 277).

Опрацювання норм Закону №277 залишає бажати кращого. Наприклад, не зрозуміло, як «податкова ціна угоди», на підставі якої розраховується податок, впливає на зобов'язання сторін. Судячи з тексту цієї норми, випливає, що головна компанія, в яку входить торговий дім, може формувати базу по податку на прибуток за ринковою ціною, але продавати продукцію торговому дому за «внутрішньою», зниженою ціною. В даному випадку виникає не зрозуміла ситуація з податковими зобов'язаннями торгового дому, на якому за документами акумульований весь прибуток[2]. У Законі №277 існує п'ять методів розрахунку ціни, але, реальним, на нашу думку, необхідно визнати лише один – метод співставних ринкових цін. Оскільки він застосовується в тому випадку, коли головний офіс холдингу реалізує товари не тільки «своєму» торговому дому, а й іншим компаніям, які з цим холдингом не пов'язані (згідно установчих документів). Усі інші чотири методи зводяться до співставлення показників рентабельності (наприклад, капіталу) і алгоритми їх розрахунку є дуже дискусійними, оскільки допускають безліч трактовок як поняття «капітал», так і способів розрахунку самої ціни на основі різних форм бухгалтерського обліку капіталу. Недоліком цього закону вважаємо той факт, що компанія, відстоюючи свої інтереси в трансфертному ціноутворенні, досить у ризиковій ситуації повинна доказувати представникам податкової служби, за якою ціною була оформлена угода, особливо переконати в правомірності застосування саме таких, а не інших цінових параметрів.

Що стосується норм трансфертного ціноутворення на ринку цінних паперів, то мезанізми трансфертного ціноутворення активно використовуються у схемах ухилення від сплати податків. Часто це операції, пов'язані з придбанням цінних паперів, які випущені компанією, зареєстрованою в офшорній зоні і яка не веде фінансово-господарської діяльності, не має активів під забезпечення випуску. Оплата цінних паперів передбачена зі значною розстрочкою, пізніше дати їх погашення. Зазначені цінні папери вносяться в статутний капітал реально діючих українських компаній. У свою чергу українські компанії реалізують отримані цінні папери «фірмам-одноденкам» зі збитком, включаючи в склад витрат по податку на прибуток вартість цінних

---

[1] О внесении изменений в отдельные законодательные акты российской федерации в связи с совершенствованием принципов определения цен для целей налогообложения / Федеральный Закон Российской Федерации № 277-ФЗ от 18 июня 2011 г. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.referent.ru/1/182513

[2] Экономика налоговых реформ: монография / Под ред. И.А. Майбурова, Ю.Б. Иванова, Л.Л. Тарангул. – К.: Алерта, 2013. – С. 145.

паперів за даними податкового обліку іншої сторони. Необґрунтована податкова преференція (вигода) виникає внаслідок зменшення податкової бази по податку на прибуток компаній на суму отриманих збитків. Слід зазначити, що норми аналізованого законопроекту щодо регулювання трансфертного ціноутворення не сприятимуть зменшенню транзакційних витрат, а навпаки, сприятимуть їх збільшенню. Причому таке збільшення матиме сумнівну ефективність. На наш погляд, зниженню транзакційних витрат у процесі ціноутворення сприяє фінансове посередництво, яке може перебрати на себе певну долю витрат і призвести до зменшення транзакцій у процесі ціноутворення та до підвищення їх ефективності.

2.5. Ризики в ціноутворенні на фінансові активи та методи їх вимірювання

Ефект впливу зовнішніх факторів на вартість фінансових продуктів виражається, перш за все, в ризиках, який несе в собі фінансовий інструмент чи фінансовий продукт. Тому необхідно вжити заходів щодо вчасного виявлення ризиків і обмеження можливих збитків, які можуть бути результатом впливу ризику на фінансовий інструмент чи фінансовий продукт. Проте наявність ризиків свідчить також про те, що при вмілому управлінні ними учасник ринку може отримати і додатковий дохід.

Наукові аспекти в дослідженні природи походження ризику стали об'єктом економічного аналізу ще з XVIII століття. Їх, у першу чергу, пов'язували з підприємницькою діяльністю. Наприклад, Д. Бернуллі висунув ідею страхування вантажів при морських перевезеннях: «... ті товари, які наражаються на небезпеку, доцільніше ділити на декілька частин, ніж ризикувати всіма ними відразу»[1]. Згодом Ф. Хайт демонструє інший підхід на користь урахування в цінах плати за ризик, вказуючи на чинники, що визначають заробітну плату і підприємницький прибуток: «... прибуток включає, поряд із заробітною платою адміністрації і відсотком, ще один, третій елемент – плату за ризик»[2]. Ж.-Б. Сей, описуючи працю підприємців, застерігає: «... промислові підприємства завжди стикаються з ризиком: «... це нова причина, згідно з якою кількість підприємств скорочується...»[3].

З точки зору сучасних наукових позицій ми вважаємо справедливою також точку зору російських вчених С. Васіна та В. Шутова, що «бізнес – є свідоме прийняття ризику за адекватну винагороду у вигляді прибутку»[4].

---

[1] *Bernoulli D.* Specimen theoriae novae de mensura sortis. Commentarii Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae / D. Bernoulli. – T.V.: Petropoli, 1738. – P. 175–192.

[2] *Найт Ф.Х.* Риск, неопределенность и прибыль / Ф.Х. Найт [пер. с англ]. – М.: Дело, 2003. – С. 34–35

[3] *Сэй Ж.-Б.* Трактат по политической экономии / Жан-Батист Сэй // Экономические софизмы; Экономические гармонии / Фредерик Бастиа; [сост., вступ. ст. и коммент. М.К. Бункиной и А. М. Семенова]. — М. : Дело : Акад. нар. хоз-ва при Правительстве Рос. Федерации, 2000. – С. 57.

[4] *Васин С.М.* Управление рисками на предприятии : Учеб.пособие / С.М. Васин, В. С. Шутов. – М. : КноРус, 2010. – С. 6.

Продовження досліджень на сучасному етапі про походження ризику говорить про те, що знання про ризики були і є затребувані. Що стосуються дослідження ризику на фінансовому ринку, то на сьогодні не існує єдиної концепції ризику, визначення ризику або надійного методу оцінки та не існує дієвого його розрахунку.

Підтвердженням цього є нинішня світова економічна і фінансова криза, яка сколихнула інтелектуальні і філософські постулати економіки і показала, що існуючі до цього часу глобальні та локальні системи управління ризиками виявилися не готовими до сучасних викликів, і, мабуть тому, в самі найближчі роки економічну науку очікують радикальні зміни. Економісти і фінансисти жодної з країн напередодні кризи не змогли висунути переконливі докази про небезпеку, що насувається, щоб, відповідно, органи державного управління вжили заходів на етапі, коли найгостріші прояви кризи можна було, якщо не уникнути, то пом'якшити. Тому аспект упередження кризових явищ, пов'язаний із зростанням ризикових небезпек для економік країн, є вкрай важливим.

Вчені, що дають визначення ризику, ґрунтуються, в першу чергу, на тому, що ризик – це невпевненість у майбутньому, ймовірність, невизначеність, небезпека або збиток (збитки). Типовим підходом є визначення економічного ризику як ймовірності втрат, що виникають при прийнятті та реалізації економічних рішень»[1]. Економічні словники[2], незважаючи на різні трактування самого поняття «ризик», роблять акцент на тій чи інші властивості ризику або ж об'єднують ці властивості в одну, визначаючи можливість виникнення негативних наслідків здійснення будь-якої діяльності в якості домінанти.

У. Бек наголошує на соціальних особливостях ризику: по-перше, ризик завжди створюється в соціальній системі; по-друге, обсяг ризику є функцією якості соціальних відносин і процесів; і третє, – ступінь ризику залежить від експертів та експертних знань[3] і, визначає ризик «... як систематичну взаємодію суспільства з викликами і небезпеками, індукованими і виробленими процесом модернізації. Ризики, на відміну від небезпек минулих епох, є наслідком загроз модернізації і породжуваних нею почуттів невпевненості і страху ».

В економічному житті мотивацією ризику діяльності господарюючих суб'єктів служить маса отриманого прибутку, доходу або будь-якої певної вигоди. Тобто ризик грає в бізнесі не тільки негативну роль і асоціювати ризик лише з небезпечністю втрат, на нашу думку, не зовсім коректно. Досить часто ризик є джерелом нових можливостей, поштовхом до розвитку нової ідеї. Саме цей аспект ризику яскраво проявляється на ринку цінних паперів: необґрунтоване нехтуванням ризиків призводить до виникнення кризових явищ, а вдале управління ризиками, прийняття рішень на основі врахування співвідношення ризик-вигода, навпаки, сприяє прогресивному розвитку ринку цінних паперів.

---

[1] *Дроздовская Л.П.* Интермедиация риска на информационно-кредитном рынке: монография / Л.П. Дроздовская, Ю.В. Рожков. – Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2010. – С. 11.

[2] Большой экономический словарь / под ред. А.Н. Азрилияна. – М.: Институт новой экономики, 2007. – С. 951.

[3] *Beck U.* Risk Society. Toward a New Modernity/ U. Beck. – London: Sage Publications, 1992. – P. 23.

Як окрема складова загального поняття ризик, економічний ризик визначається як можливість відхилень від очікуваних сценаріїв реалізації подій, що виникають під час економічної діяльності. У ряді джерел зустрічається підхід, побудований по протилежній логічній схемі, згідно з якою економічний ризик – ризик будь-якого впливу, що несприятливо позначається на економічному стані компанії.

Будь-який ринок в сучасних умовах, а особливо фінансовий, є відкритою системою з високою мінливістю показників. Таким чином, суб'єкти та об'єкти ризику необхідно розглядати як структурований потік подій або як систему комунікацій і рішень. Для управління цими системами потрібні відповідні інструменти, методи, прийоми.

Досить широка категорія ризиків незалежно від своєї фізичної природи має певні фінансові наслідки, проте основою класифікації ризику як економічного є не форма втрат, але саме джерело ризику. Одночасно, самі втрати в рамках економічного ризику можуть мати як фінансову (тобто мати конкретне вартісне вираження), так і не фінансову (не грошову, нематеріальну) форму. Природно, що в останньому випадку, зазвичай, також здійснюється вартісна оцінка втрат, для чого застосовуються різні методи і підходи. При цьому, на нашу думку, прийняття економічних ризиків може бути усвідомленим або неусвідомленим, цілеспрямованим або неминучим, заснованим на обережності, розрахунку або азарті. Але, зазвичай, ризики гарантовано існують і, як любий об’єкт імовірного характеру, завжди знаходиться в межах більше нуля. Відсутність ризику – не більше ніж непрофесійна ілюзія, на жаль, досить широко поширена[1].

Роль фінансових ризиків у сучасній економіці є суттєвою і, що важливо, загальновизнаною. В даний час спостерігається загострення суспільної уваги на рівнях теоретичної науки, професійної спільноти і пересічних громадян на проблематиці ризиків і виступає одночасно індикатором ролі даного явища в економічному житті, інструментом його зниження. Приховане, неусвідомлене, латентне сприйняття ризиків є найбільш небезпечним порівняно з раціонально-обережним і навіть спекулятивно-азартним, причому як для окремих індивідів, так і для суспільства в цілому, що страждає від підвищення загального рівня системних ризиків[2].

На сучасних глобалізованих фінансових ринках та ринках цінних паперів, які еволюціонували в напрямку збільшення спеціалізації і створення новітніх умов праці професійних учасників, відбулося зростання кількості учасників ціноутворення в силу своєї професійної діяльності, і тому відбувається процес їх постійного залучення в перерозподіл ризиків. Проте самі ризики за їх економічною сутністю та впливом на економічні процеси можуть мати як переваги, так і недоліки (табл. 2.4).

---

[1] Так, наприклад державні цінні папери, стандартно іменовані в економічній практиці як "безризикові активи" несуть в собі цілий комплекс ризиків, включає макроекономічні, ринкові, операційні та інші ризики.

[2] *Дроздовская Л.П.* Интермедиация риска на информационно-кредитном рынке: монография / Л.П. Дроздовская, Ю.В. Рожков – Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2010. – С. 104.

Таблиця 2.4

Переваги та недоліки фінансових ризиків у розвитку економіки

Фінансові ризики, які сприяють технологічному прориву	Фінансові ризики, які несуть загрози для економіки
впровадження якісно нової продукції створює нові можливості та ризики інформаційно-технічної інфраструктури;	нестабільність фінансових показників (валютних курсів,процентних ставок і т.п.) знижує комфортність економічного і фінансового середовища;
поширення складних похідних фінансових інструментів та новітніх досягнень фінансового інжинірингу;	наявність ризиків неповернення коштів (або недоотримання доходу) в ряді випадків стримує інвестиції;
сприяє глобалізації світових фінансових ринків, зі збільшенням повноти і швидкості взаємозалежностей ринкових тенденцій;	реалізація несприятливих сценаріїв розвитку подій часто позбавляє підприємців "чесно зароблених", "трудових" доходів
Гарантує кон'юнктурний вступ західних ринків у стадію з більш високою динамічністю і волатильністю	

Джерело: складено автором

Разом з тим, саме ризик створює можливість отримання додаткових доходів, що є одним з істотних стимулів економічного прогресу. Л.П. Дроздовська і Ю.В. Рожков у своїй праці «Інтермедитація ризику на інформаційно-кредитному ринку» зазначають, що наявність фінансових ризиків у контексті суспільно-економічного розвитку виконує цілий комплекс конструктивних «суспільно-корисних функцій»[1]. В історичному аспекті ризик сприяє формуванню державності як одному з елементів захисту інтересів підприємців і домогосподарств, що на сучасному етапі розвитку виражається у формуванні законодавчої бази, регулюючих органів і т.п. Також ризик виступає важливим чинником розвитку інфраструктури фінансових ринків, в т.ч. таких елементів як:

– фінансових інструментів перерозподілу ризиків;

– правових форм фінансових взаємовідносин;

– інформаційно-технічного ринкового середовища;

– ризик стимулює наукові дослідження, розробку нових теорій і методів, кінцеве практичне застосування яких може не бути безпосередньо пов'язане з ризиками, тобто сприяє науково-технічному прогресу в широкому сенсі цього поняття.

Ризик і пов'язані з ним загрози формують потребу додаткового "внутрішнього" регулювання фінансових ринків з боку їх учасників. Високий рівень ризику змушує "вводити" якісне управління як в частині ризик-менеджменту, так і в частині загального комплексу управлінських процедур, формує вимоги до кваліфікації персоналу і т. ін.

---

[1] *Дроздовская Л.П.* Интермедиация риска на информационно-кредитном рынке: монография / Л.П. Дроздовская, Ю.В. Рожков – Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2010. – С. 107.

Слід зазначити, що досі у фінансово-економічній науці немає загальновизнаного визначення фінансового ризику, а також однозначного розуміння, які ж ризики є, власне, фінансовими. Розглянувши ті, які найбільш часто зустрічаються у науковій літературі, розділимо їх на три групи.

Перша група – це визначення ризику як події, тобто ризик – це невизначена подія, яка якщо має місце, то здійснює позитивний чи негативний вплив на діяльність[1]. До другої групи відносять дослідників, які вважають, що ризик можна визначити як діяльність: ризик – це діяльність, яка здійснюється з надією на вдалий результат. І, нарешті, третю групу формують визначення, які в цілому розглядають ризик як ймовірність помилки або успіху того чи іншого вибору в ситуації з декількома альтернативами[2]. Дослідження, що відносяться до третьої групи, найбільш численні з точки зору фінансових ризиків, які несуть у собі трансакції з фінансовими інструментами. Більшість авторів дотримується точки зору, що фінансовий ризик – це ймовірність втрат (збитків), пов'язана з володінням фінансовим інструментом, а також з розбіжністю параметрів активів і пасивів фінансових інститутів. Дане трактування фінансового ризику поступово стає переважаючим[3], проте часто супроводжується заміною категорії «ймовірність» на «можливість», що є не досить вдалим.

Деякими авторами здійснювалися спроби обґрунтувати основні моменти, що характеризують взаємопов’язаність ризиків з процесами ціноутворення на фінансові активи та досліджували природу походження фінансових ризиків, і прийшли до розуміння їх взаємозв'язку[4]:

1. Фінансовий ризик завжди існує[5].

2. Фінансовий ризик вимірюється відповідною вірогідністю[6].

3. Фінансові ризики фінансових інститутів як фінансових посередників народжуються в процесі трансформації активів[7].

---

[1] A guide to the Project Managment body of knowledge (Project Management Body of Knowledge (Project Management Institute [PMI], 2013) 5th ed / Руководство к своду знаний по управлению проектами (Руководство PMBOK). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.torrentino.com/torrents/2115219 – Назва з титул. екрану.

[2] *Синки Дж. Ф.* Управление финансами в коммерческих банках / Дж. Ф. Синки. – М. : Catallaxy. – 1994. – С. 487.

[3] Энциклопедия финансового риск-менеджмента / [под ред А.А. Лорбанова, А.В. Чугунова]. – М.: Альпина Паблишер, 2009. – С. 16.

[4] *Байдіна О.С.* Фінансові ризики:природа і взаємозв’язок» / О.С. Байдіна, Є.В. Байдін. – 2010. - №7. – С.31.

[5] Дане положення прямо випливає з загальновідомої і базової для фінансової теорії концепції взаємозв'язку «ризик-дохідність». Відповідно до цієї концепції, яка має очевидні емпіричні докази, відсутність фінансового ризику призводить до реалізації формули: « no risk - no money», тобто елімінування фінансових ризиків можливо лише разом з відмовою від доходу по фінансових операціях

[6] Найбільш послідовно цей підхід реалізовано в концепції VAR. Див., Наприклад, Philippe Jorion «Value at Risk». McGraw-Hill, N.Y., 2002

[7] Як відомо з теорії фінансового посередництва, прийняття на себе ризиків - одна з основних функцій фінансових інститутів.

4. Всі існуючі форми і способи хеджування ризиків означають лише трансформацію одного виду ризику в інший і диверсифікацію ризиків між великою кількістю учасників[1].

Крім цього, автори зазначають, що досить часто в основі ризиків (ліквідності, ринкового, процентного і валютного) лежить кредитний ризик.

Оцінка ризику – це кількісне і вартісне визначення витрат, пов'язаних з видами ризику. Оцінку фінансового ризику в цьому контексті слід пов’язувати з вартісним визначенням витрат на його пошук, страхування та управління для отримання кращого результату від продажу тих чи інших фінансових активів. Теоретичною основою і практичним інструментарієм для аналізу та оцінки фінансових ризиків є побудова економіко-математичних моделей і математичних розрахунків[2].

Ця функція, як правило, на фінансовому ринку покладається на професіоналів, які володіють знаннями в області математики і статистики[3]. Що стосується ризику вкладення коштів у фінансові активи, то, зазвичай, необхідна у таких випадках консультація експерта, яка дозволяє уточнити ступінь ризикованості і спочатку кількісно визначити співвідношення між ризиком і доходом від інвестування в різні категорії активів. Для цього зазвичай звертаються за окрему плату до професійних консультантів з інвестицій чи до інших фінансових посередників, які надають фінансові послуги, які допомагають надати правильну оцінку ризиків. У такий спосіб здійснюється *плата за ризик ув ціноутворенні на фінансові активи і яка стає складовою витрат в ціноутворенні на фінансові продукти.*

Отже, основою побудови економіко-математичних моделей є наявність випадкового фактора – ризику. Такі моделі в математичній економіці прийнято називати стохастичними. Вони досить часто використовуються в економіці і засновані на логічних принципах розділу математики, так званої «теорії ймовірності» (табл. 2.5).

Самим простим способом математичної формалізації невизначеності для стохастичних моделей є використання концепції «стану світу»[4]. Згідно цієї концепції вся економіка світу розглядається як деякий випадковий експеримент, математичною моделлю якого є ймовірний простір (W, F, P). При цьому розуміється, що кожна елементарна подія w ÎW як результат такого глобального експерименту повністю визначає всі змінні, які є зовнішніми для

---

[1] Наприклад, у випадку біржових інструментів хеджування фінансовий ризик повністю не усувається: отримуючи ефективний захист від ринкового ризику, учасник торгів стикається з кредитним ризиком, розподіленим (диверсифікованим) серед великої кількості «контрагентів». Сам хеджер бере участь у зниженні загального рівня кредитного ризику своєї першопочаткової і варіаційної маржі, необхідної для допуску до торгів. Однак зазначена диверсифікація не усуває «залишкового» кредитного ризику біржі в цілому. Це доводять часті банкрутства бірж, а також наявність в правилах біржі права призупинення торгів на значні періоди часу.

[2] *Васильєв В.А.* Математические модели оценки и управления фінансовими рисками хозяйствующих субьєктов / В.А. Васильєв, А.В. Летчиков, В.Е. Лялин // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №4. – С. 204.

[3] До професіоналів в цій галузі знань належать актуарії-статистики страхових компаній.(Авт.)

[4] Там само. С. 210.

даної моделі (екзогенні змінні). Таким чином, ймовірність реалізується повністю випадковими величинами А, які входять в а- алгебру F, а її кількісна оцінка – ймовірностями Р(А). Якщо позначити А як випадкову подію, яка полягає в тому, що учасник має збитки чи недоотримав прибуток, то ймовірність такої події Р(А) і є кількісна оцінка фінансового ризику.

Таблиця 2.5

Математичні моделі оцінки фінансових ризиків на фінансових ринках

<table>
<tr><td colspan="2">1. Загальна модель оцінки фінансових ризиків
Суть методу полягає в тому, що по заданому резервному капіталу К визначається оцінка фінансового ризику Р(А).</td></tr>
<tr><td>Оцінка фінансового ризику збитків:
$P(A)= P\{\eta \le h_k^{-1}(0)\} = F_\eta\left(h_k^{-1}(0)\right) = F_\eta(\psi(0,K))$
Де x<y$F_\eta(x) \le F_\eta(y)$
Ймовірний розподіл збитків
$P(A)= F_\eta(\psi(0,K)) \to 0$</td><td>D= h (η, К), де D-ймовірний прибуток (збитки); К-резервний капітал; η –випадкова величина, яка характеризує зовнішню економічну кон’юнктуру; функція К необмежена
К→+ $\infty(\psi(0,K)) \to \infty$</td></tr>
<tr><td colspan="2">2.VAR (Value-at-Risk) – метод оцінки фінансових ризиків
Суть методу полягає у визначенні вартості фінансового ризику як найменш важливої величину капіталу, необхідного для забезпечення рівня ймовірності ризику</td></tr>
<tr><td colspan="2">Алгоритм VAR – методу: нехай, як і раніше, передбачуваний дохід D є деяка функція від капіталу К і випадкової величини h з функцією розподілу$F_\eta(x)/D=h(\eta,K)$, тоді
$P\{D \le 0\} = PF_\eta(\psi(0,K))$, де ψ (z,y) є оберненою функцією до h (x,y).
Далі 3-х кроковий алгоритм визначення вартості K_a ризику рівня а (опис нижче). Прикладом застосування VAR – методу є модель оцінки фінансового ризику для обчислення страхових премій K_a= M S+$q_a\sqrt{D\,S}$</td></tr>
<tr><td colspan="2">3.SAR (Shortfall-at-Risk, середня величина збитку) – метод оцінки фінансових ризиків
Дозволяє оцінювати ризики, які враховують величину можливих збитків в найпростіших моделях інвестування</td></tr>
<tr><td colspan="2">H(K)-M(D*$I_A = -M\left(h(\eta,K) * I_{k\le\psi(0,K))}\right) = -\int_{-\infty}^{\psi(0,K))} h(x,K)dF_\eta(x)$ P(K)=$\frac{H(K)}{K}$, Q(K)=$\frac{H(K)}{\max\limits_{L} H(L)}$
Алгоритм SAR – методу: обираємо допустимий рівень ризику а∈(0, 1), знаходимо оптимальне значення капіталу K_a таким чином, щоб воно було мінімальним серед К, для яких Р(К)≤ а. При К=0 величина Р(К) буде безкінечно великою, що ускладнює аналіз при маленьких К. В такому випадку зручно користуватися показником Q(K) як рівнем очікуваного збитку по відношенню до максимально можливого його значення. Так, як Н(К)- функція, яка визначає абсолютне значення збитку убуває, її максимум досягається, коли інвестор нічого не вкладає, тобто: Н(0)=max Н(L). Тому величина Q(K)=$\frac{H(K)}{H(0)}$. Аналогічно для кожного а∈(0, 1),можливо визначити K_a як найменш можливе значення капіталу К, для якого Q(K)≤а.</td></tr>
<tr><td colspan="2">4. Середнє квадратичне відхилення як міра ризику</td></tr>
<tr><td colspan="2">$\sigma^2 = D[h(\eta,K)] = m[h(\eta,K) - d]^2 = \int_{-\infty}^{+\infty} h(\eta,K) - d]^2\, dF_\eta(x)$
Середнє квадратичне відхилення D дорівнює кореню квадратному із дисперсії $\sigma_p = \sqrt{\sigma^2}$
Прийнято рахувати, що чим менше це значення, тим менше ймовірність ризику, яка обчислюється за формулою Р(А)=Р{h(η, К)≤ 0} = Fψ(0,K))</td></tr>
<tr><td colspan="2">5. Метод еквівалентного фінансового інструмента</td></tr>
<tr><td colspan="2">Суть цього методу полягає в тому, що якщо деяка фінансова стратегія (фінансовий інструмент) повністю страхує від ризику, то приведена вартість поточних витрат з обслуговування стратегії є ціна ризику, яку необхідно вирахувати. Більш того, якщо сам інструмент торгується на</td></tr>
</table>

відповідному ринку, то його ринкова ціна визначає ринкову міру того фінансового ризику, який страхується даними фінансовим інструментом

Джерело: систематизовано автором

Загальна модель оцінки фінансових ризиків є найпростішою статичною моделлю інвестицій, яка базується на методиці розрахунку ймовірностей виникнення несприятливих подій і є цілком закономірною з математичної точки зору. Проте така методика є незручною для застосування її з точки зору фінансового менеджера, оскільки вона визначає ймовірний розподіл збитків, але не дає конкретний вартісний розподіл збитків і не дає конкретну вартісну оцінку фінансового ризику.

VAR метод може бути представлений у вигляді наступних послідовних кроків[1]:

Крок 1. Обирається рівень допустимої ймовірності ризику $\boldsymbol{a} \in (0,1)$.

Крок 2. Знаходиться квантиль x_a функції розподілу $F_{\text{ղ}}(x)$ як супремум множини тих значень x, для яких $F_{\text{ղ}}(x)$. Така множина значень є непустим і обмеженим зверху в силу властивостей функції розподілу.

Крок 3. Значення вартості K_a ризику рівня a визначається як рішення рівняння $\psi(0,K)=x_a$. Оскільки в наших припущеннях функція $\psi(0,K)$є спадною і необмеженою знизу, приведенне рівняння завжди буде мати рішення.

Слід зазначити, що сама методологія VAR не є методом управління фінансовим ризиком, оскільки вона жодним чином не звільняє від фінансових втрат. Вона всього лише допомагає компаніям уяснити, чи є ризики, до яких вони схильні, тими ризиками, які вони хотіли б на себе взяти. VAR-метод не може визначити оптимальну величину ризику, яку необхідно взяти на себе компанії, – в цьому і полягає робота фінансового керуючого або ризик-менеджера. Однак VAR-метод дозволяє оцінити величину вже взятого ризику[2].

Вчені визнають, що за останнє десятиліття VAR-метод став одним з найпопулярніших засобів управління та контролю ризику в компаніях різного типу. На нашу думку, це було викликано кількома причинами. По-перше, відкриттям у 1994 році компанією США Дж.П. Морган системи оцінювання ризику Riskmetrics і надання у вільне користування бази даних для цієї системи всіх учасників ринку, що тримає його популярним до цього часу. По-друге, це обумовлено інвестиційним «кліматом», який панував в кінці 1990-х років і був пов'язаний з величезними втратами, понесеними фінансовими інститутами, зокрема, при оперуванні на ринках похідних цінних паперів[3]. По-третє, стрімке впровадження моделей VAR в сучасний ризик-менеджмент фінансових

---

[1] *Васильєв В.А.* Математические модели оценки и управления финансовыми рисками хозяйствующих субъектов / В.А. Васильєв, А.В. Летчиков, В.Е. Лялин // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №4. – С. 212–213.

[2] *Васильев В.А.* Математические модели оценки и управления финансовыми рисками : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.13 «Математические и инструментальные методы экономики» / Вячеслав Александрович Васильев ; ГОУ ВПО «Ижевский государственный технический университет». – Ижевск, 2004 – С. 63–64.

[3] Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галаганова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 352 с.

організацій протягом останніх років. В.А. Васильєв у своєму дослідженні робить висновок про те, що розробка та впровадження моделей VAR в сучасному ризик-менеджменті відбувається дуже стрімко. В інвестиційних компаніях і банках методологія VAR може застосовуватися, принаймні, в чотирьох напрямках діяльності[1]:

1. Внутрішній моніторинг[2] ринкових ризиків. Інституційні інвестори можуть обчислювати і робити моніторинг значень VAR по декількох рівнях: агрегованого портфелю, по класу активу, по емітенту, по контрагенту, за трейдером, портфельним менеджером і т.д.

2. Зовнішній моніторинг. VAR дозволяє створити уявлення про ринковий ризик портфеля без розкриття інформації про склад портфеля (який може бути досить заплутаним). Крім того, регулярні звіти з використанням цифр VAR, що надаються керівництву, можуть служити одним з аргументів того, що ризик, який взяли на себе керуючі менеджери, знаходиться в прийнятних рамках.

3. Моніторинг ефективності операцій зниження ризику. Значення VAR можуть використовуватися для визначення ступеня того, наскільки управління фінансовим ризиком виконує поставлені цілі. Менеджер може оцінити ефективність конкретної стратегії шляхом порівняння величин VAR інвестиційних портфелів з прийняттям хеджевої стратегії і без неї зовсім. Якщо, наприклад, різниця між цими двома величинами невелика, то виникає питання про доцільність хеджування.

4. Автоматичний аналіз можливих управлінських рішень. Методологія VAR дозволяє дати більше свободи і автономії керуючому персоналу, оскільки стає можливим скоротити деякі бюрократичні процедури[3], пов'язані із затвердженням тих чи інших угод (особливо з похідними інструментами). Це досягається через моніторинг транзакцій (угод) з використанням VAR.

У результаті автор дійшов висновку, що компанії можуть використовувати значення VAR для створення звітів для менеджерів, акціонерів і зовнішніх інвесторів, оскільки VAR дозволяє агрегувати ринкові ризики в одне число, що має грошовий вираз. За допомогою методології VAR стає можливим обчислити оцінки ризику різних сегментів ринку і ототожнити найбільш ризикові позиції. Оцінки VAR можуть використовуватися для диверсифікації капіталу, установки лімітів, а також оцінки діяльності компанії. У деяких банках оцінка операцій трейдерів, а також їх винагороду обчислюється, виходячи з розрахунку прибутковості на одиницю VAR.

---

[1] *Васильев В.А.* Математические модели оценки и управления финансовыми рисками : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.13 «Математические и инструментальные методы экономики» / Вячеслав Александрович Васильев ; ГОУ ВПО «Ижевский государственный технический университет». – Ижевск, 2004 – С. 64.

[2] З точки зору моніторингу точність оцінювання величини VAR йде на другий план, оскільки в даному випадку важлива величина відносного, а не абсолютного значення VAR, тобто VAR керуючого або VAR портфеля в порівнянні з VAR еталонного портфеля, індексу, іншого менеджера або того ж менеджера в попередні моменти часу.

[3] Наприклад, керівник може просто встановити правило для своїх брокерів-дилерів подібного роду: «Ніяка операція не повинна призводити до збільшення значення VAR більш ніж на X% початкового капіталу» і після цього не потрібно вдаватися в подробиці кожного конкретної торгової стратегії.

Нефінансові корпорації можуть використовувати техніку VAR для оцінки ризиків грошових потоків та прийняття рішень про хеджування (захист капіталу від несприятливого руху цін). Так, однією з трактувань VAR є кількість незастрахованого ризику, яка бере на себе корпорація. Серед перших нефінансових компаній, що почали застосовувати VAR для оцінки ринкового ризику, можна відзначити американську компанію Mobil Oil, німецькі компанії Veba і Siemens, норвезьку Statoil[1].

Отже, VAR-метод є частиною комплексного аналізу фінансових ризиків і повинен використовуватися не замість, а на додаток до інших методів оцінки ризику таким, наприклад, як SAR-метод, коли цікавляться не тільки граничною величиною капіталу, нижче якої слід очікувати збиток з певною часткою ймовірності, а й розміром цього збитку.

За допомогою SAR-методу оцінки фінансових ризиків оцінюється значення очікуваної величини збитку, тобто ризик збитків, виражений в абсолютній величині. Далі інвестор встановлює рівень $К_а$, який не може перевищувати очікувану величину збитків Н(К).

Середнє квадратичне відхилення як міра ризику має місце, коли ризик обумовлений невизначеністю результату: чим менше дисперсія можливих значень ймовірної величини, тим більш передбачуваним є його значення, і звичайно, меншим є ризик. Наприклад, якщо, дисперсія дорівнює нулю, то з ймовірністю, яка дорівнює одиниці ймовірна величина h(ŋ,K) (див. табл. 2.5) приймає одне і те ж значення d. Так, як найбільш поширеною є ситуація, коли інвестиційний проект є прибутковим, загальноприйнято вважати середнє квадратичне відхилення випадкової величини доходу мірою ризику для отримання збитків. Ми поділяємо думку авторів[2], що широке поширення оцінки ризику фінансових інвестицій через середнє квадратичне відхилення отримало після появи портфельної теорії Марковіца, в основі якої лежить принцип диверсифікації інвестиційного портфеля з метою зниження ризику. Головною заслугою цієї теорії є методика збалансування ризиків економічної вигоди при виборі напрямів ризикових інвестицій. Г. Марковіц побудував математичну модель, що демонструє, як інвестори можуть максимально знизити дисперсію портфеля інвестицій при заданому рівні його прибутковості. Зокрема, оптимальний портфель в задачі Марковіца в простому випадку інвестування в два фонди: ризиковий і без ризикові активи, визначається наступним чином:

$$(1\text{-}t_0, t_0) = (\frac{r-r_0}{r-r_1}, \frac{r_0-r_1}{r-r_1}) \qquad (2.1)$$

Ця формула оптимального портфеля повністю відповідає відомому оптимальному розподілу інвестицій між безризиковим активом і ринковим

[1] Best's Enterprise Risk Model: A Value-at-Risk Approach / Seabury Insurance Capital, April, 2001. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.casact.org/coneduc/specsem/erm/2001/handouts/freestone1.pdf.

[2] *Васильєв В.А.* Математические модели оценки и управления финансовыми рисками хозяйствующих субъектов / В.А. Васильєв, А.В. Летчиков, В.Е. Лялин // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №4. – С. 200–237.

портфелем акцій[1]. Більш того, задача Марковіца не вимагає ніяких припущень про розподіл випадкових величин – дивідендів, одержуваних по кожній акції. Достатньо знати очікувані прибутковості і коваріацію цих випадкових величин. Це означає, що для дослідника достатньо побудувати статистично значущі оцінки моментів першого і другого порядків.

Метод еквівалентного фінансового інструмента найбільш повно отримав своє застосування на ринку опціонів. Так, наприклад, пут-опціон з терміном виконання Т і ціною виконання Х на деяку акцію повністю страхує власника такої акції від ризику, що складається в тому, що ціна акції Sr в момент часу Т буде менше сприятливого для інвестора рівня Х. Тому раціональна ціна пут-опціону P_T оцінює ризик, який вона страхує.

З огляду на цей метод, раціональна ціна фінансового інструмента, що визначається як математичне очікування вола тильної величини V, і є оцінка фінансового ризику:

$$P=M[V]=\sum_{i=1}^{k} M[f(t_i, S_{t_i})]e^{-_M t_i} \quad (2.2)$$

Ця функція відповідає опціону пут з часом виконання t_i і ціною виконання X_i. Іншими словами, портфель з k пут-опціонів страхує від заданого ризику зміну ціни. Тоді його ціна визначається за формулою:

$$P= \sum_{i=1}^{k} M[\max\{0, X_i - S_{t_i}\}]e^{-_M t_i} \quad (2.3)$$

Так, якщо $k = 1$ і t_1 =Т, то отримаємо оцінку раціональної ціни пут-опціону:

$$P=M\ [\max\{0, X_i - S_{t_i}\}]e^{-_M T} \quad (2.4)$$

Деякі типові випадки функцій f (t,S) і пов'язані з ними назви фінансових інструментів подані в табл. 2.6.

Таблиця 2.6

Типові функції виплат і відповідні їм фінансові інструменти

Назва фінансового інструменту	**Вид функції виплат**
Стандартний кол-опціон	f (t, S) = max{0,S – X }
Стандартний пут-опціон	f (t, S) = max{0, X – S}
Опціон коллар	f (t, S) = min{max[X_1, S], X_2}
Бостонський опціон	f (t, S) = max{0,S – X_1} – (X_2 – X_1)
Азіатський кол-опціон	f (t, S) = max{0,$S_t - \frac{1}{2}\int_0^t S_u du$ }
Азіатський пут-опціон	f (t, S) = max{0, $\frac{1}{2}\int_0^t S_u du - S_t$ }
Російський кол-опціон	f (t, S) = max{0, S_t –min S_u} $u \le t$
Російський пут-опціон	f (t, S) = max{0, max S_u – S_t} $u \le t$

Джерело: систематизовано на основі: *Васильєв В.А.* Математические модели оценки и управления финансовыми рисками хозяйствующих субъектов / В.А. Васильєв, А.В. Летчиков, В.Е. Лялин // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №4. – С. 200–237.

[1] *Markowitz H.M.* (1959). Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments: monograph. – New York: John Wiley & Sons, 1959. – P. 219.

Таким чином, можна зазначити, що розрахунок ціни опціонів або їх портфелів залежить від того, яким чином змодельований випадковий процес еволюції ціни.

Однією з найважливіших сторін діяльності будь-якого фінансового менеджера є управління фінансовими ризиками. Під управлінням фінансовими ризиками ми розуміємо систематичну роботу з аналізу ризику, вироблення і прийняття відповідних заходів для його мінімізації. Процес управління ризиком можна розбити на п'ять етапів: 1) виявлення ризику; 2) оцінка ризику; 3) вибір прийомів управління ризиком; 4) реалізація обраних прийомів; 5) оцінка результатів. Приймаючи рішення про інвестування в той чи інший інноваційний фінансовий інструмент, інвестор аналізує не тільки дані про можливий прибуток по даному інструменту, але й оцінює ризик його фінансових втрат. Уявний високоприбутковий проект може бути настільки ризикованим, що його здійснення може призвести до значного збільшення ризику самого інвестора, що, в свою чергу, може негативно позначитися на його фінансовому стані.

У сучасних дослідженнях пропонується досить багато методів управління ризиком. Ми вважаємо актуальною думку вчених Л.П. Дроздовської та Ю.В. Рожкова[1], яка полягає у підході до ризиків як до системи ризик-потоків, ризик-тригерів[2] (Risk Triggers). Вони пояснюють це на прикладі бар'єрних опціонів (Barrier Options), виплати за якими залежать від того, чи досягла ціна базисного активу за час існування опціону певного цінового рівня[3] чи ні. У першому випадку, коли ціна досягла рівня (перший клас бар'єрних опціонів knock-in, другий – knock-out), настає умова, вмикати чи вимикати тригер, і тоді змінюється і ступінь ризику. Таким чином, вони називали ці умови ризик-тригерами. Отже, ризик-тригери – це події або параметри, настання або зміна яких показує (сигналізує), що ймовірність ризику збільшується.

Наприклад, один з основних ризиків для кредиторів – затримка виплат позичальником, що тягне за собою виникнення простроченої заборгованості, як наслідок, необхідність створення великих резервів, зменшення дохідності. Для визначення тригера необхідно встановити чіткий причинно-наслідковий зв'язок між подіями. Для виявлення причин виникнення ризикової події логічно застосовувати метод побудови діаграм Ісікави (Ishikawa diagram) (рис 2.11), який служить для побудови ланцюжка «причина – наслідок – результат».

На схемі позначено встановлення чітких причинно-наслідкових зв'язків між подіями: платіж не надійшов – виникнення простроченої заборгованості – збільшення резервних фондів – зменшення доходу. Утворився фінансовий

---

[1] *Дроздовская Л.П.* Интермедиация риска на информационно-кредитном рынке: монография / Л.П. Дроздовская, Ю.В. Рожков – Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2010. – С. 72.

[2] Поняття «тригер», яке прийшло в економіку з електроніки та математичної логіки, де тригерами або тригерними системами називають клас електронних пристроїв, що мають здатність довго перебувати в одному з двох або більше стійких станів і чергувати їх під впливом зовнішніх сигналів і використовується в економіці найчастіше як бар'єр або умова, нездійснення якої повинно викликати певні заздалегідь дії.

[3] Відповідний ціновий рівень розглядається як тригер, який або «включає» опціон, або «вимикає» (тому одна з альтернативних назв бар'єрних опціонів - «Trigger Options»)

розрив у результаті витрати коштів на інші потреби. Тобто першопричина виникнення ризикової події – фінансовий розрив.

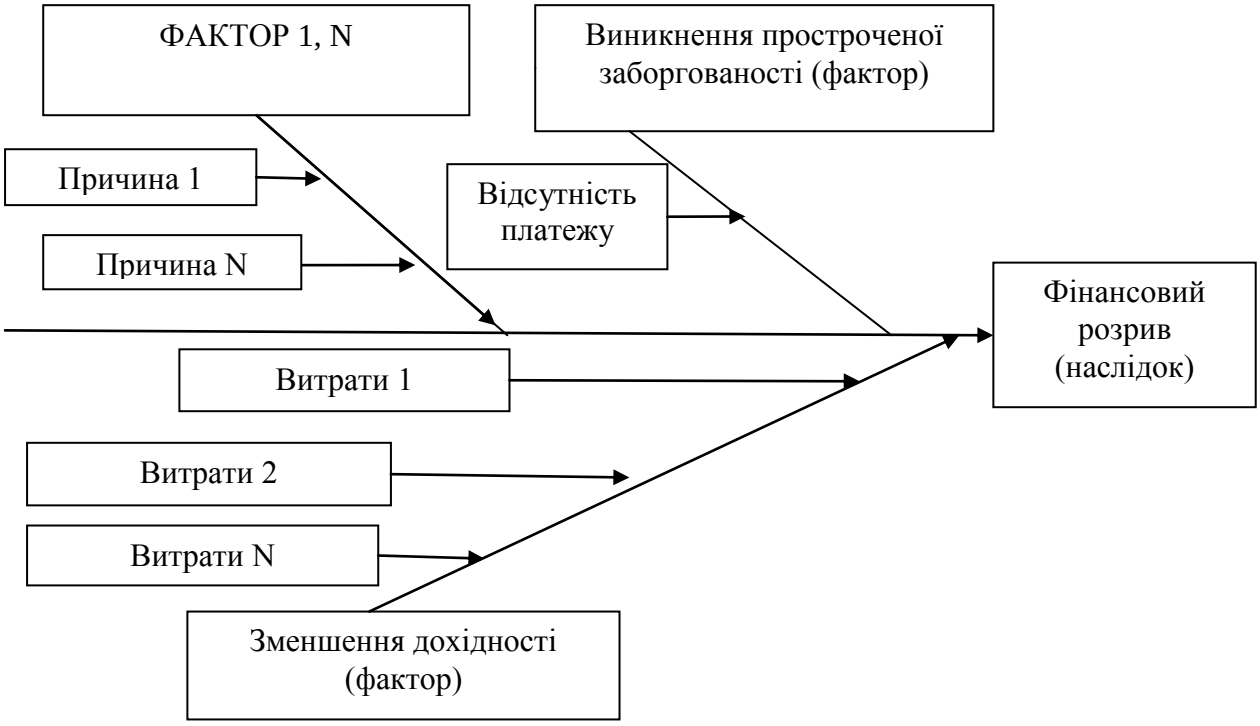


Рис.2.11. Схема причинно-наслідкових зв'язків факторної дії при виникненні ризикової події (за Іссікаві)

Джерело : систематизовано на основі: *Дроздовская Л.П.* Интермедиация риска на информационно-кредитном рынке: монография / Л.П. Дроздовская, Ю.В. Рожков – Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2010. – 180 с.

Зменшення ризику зводиться до мінімізації витрат на реалізацію обраного курсу дій і пов'язане з окремими прийомами управління. Група вчених В.А. Васильєв, А.В. Льотчиков, В.Є. Лялін[1] виділяють чотири основних прийоми управління фінансовими ризиками:

1. Уникнення ризику (свідоме рішення не піддаватися певному виду ризику).

2. Запобігання шкоди (зводиться до дій, що вживаються для зменшення ймовірності втрат і для мінімізації їх наслідків).

3. Прийняття ризику (полягає в покритті збитків за рахунок власних ресурсів).

4. Перенесення ризику[2] (полягає в перенесенні ризику на інших осіб). Перенесення ризику виконується за допомогою трьох основних методів: хеджуванні, страхування та диверсифікації.

---

[1] *Васильєв В.А.* Математические модели оценки и управления финансовыми рисками хозяйствующих субъектов / В.А. Васильєв, А.В. Летчиков, В.Е. Лялин // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №4. – С. 200–237.

[2] Продаж ризикованих цінних паперів комусь іншому або придбання страхового поліса - приклади такої стратегії управління ризиком. Інший приклад: ви не вживаєте ніяких дій, щоб уникнути ризику,

З плином часу обставини змінюються і несуть з собою зміни: з’являються нові види ризику або дешевшає стратегія управління ризиком. Отже, управління ризиком – це динамічний процес зі зворотним зв'язком, при якому прийняті рішення повинні періодично аналізуватися і переглядатися.

Страхування ризиків як правило відбувається через укладення договорів страхування. Проте ми вважаємо, що такі похідні фінансові інструменти як опціони виникають на фінансовому ринку (див. параграф 3.1.) саме для страхування ризиків. Саме опціони прийнято відносити до фінансових інструментів, які дозволяють застрахувати наявні активи від ризику зміни їх ціни.

Наприклад, опціон «пут» на акцію захищає покупця від збитків, викликаних зниженням курсу акції. Припустимо, що інвестор придбав акцію деякої фірми з метою продати її за вищою ціною в майбутньому. Оскільки він не впевнений у прогнозі підвищення ціни акції через певний час, він хотів би застрахувати дану інвестицію від падіння ринкової ціни на акцію. Для цього він купує пут-опціон на дану акцію, дозволяє йому продати акцію в майбутньому за прийнятною для нього ціною. У разі, якщо ціна на акцію виросте і стане більшою, ніж ціна виконання купленого пут-опціону, то інвестор отримує прибуток, продавши акцію за ринковою ціною. При цьому пут-опціон не буде виконано. У тому випадку, якщо ціна не виросте належним чином або ще гірше впаде так, що її значення буде менше ціни виконання пут-опціону, інвестор виконає пут-опціон і продасть акцію за прийнятною для нього ціною. У цьому випадку він уникне збитків або його збитки будуть незначні. Тим самим придбання пут-опціону захистило акцію від ризику падіння ціни акції на фондовому ринку. Слід зауважити, що відкриття короткої позиції за ф'ючерсним контрактом на акцію також усунуло б ризик збитків, але разом з цим стало б неможливим отримання додаткового прибутку в разі різкого підвищення ціни акції, оскільки за ф'ючерсним контрактом інвестор би зобов'язаний був продати акцію за фіксованою ціною. Таким чином, покупець опціону, набуваючи право виконання угоди, зобов'язаний виплатити компенсацію продавцю опціону за можливі збитки, які він може понести в майбутньому. Такого роду компенсація повинна оцінювати вартість опціону на заданий актив, виходячи з параметрів опціону та інформації про сам актив.

Оскільки придбання опціону захищає інвестора від ризиків, пов'язаних зі зміною ціни акції, вартість опціону можна вважати грошовим вираженням оцінки ризику, від якого страхує опціон. Оцінки такого роду ризиків засновані на побудові математичної моделі ціноутворення опціонів. Згадуючи про спосіб оцінки ризику фінансової операції, потрібно пам'ятати, що основним фактором ризику є нестача часу для обдумування фінансового рішення. Якщо об'єктом управління є не один, а група фінансових активів, то швидкість прийняття

і розраховуєте, що завдані збитки буде покритий за чийсь рахунок. Головний метод переносу ризику – це просто продаж фінансових активів, які представляють собою джерело ризику.

фінансового рішення є основним козирем у перспективах управління цією групою (так званим «фінансовим портфелем»)[1].

Для управління фінансовими ризиками розроблено також ряд математичних моделей (рис. 2.12).

Рис. 2.12. Математичні моделі управління фінансовими ризиками

Джерело : систематизовано на основі *Васильєв В.А.* Математические модели оценки и управления финансовыми рисками хозяйствующих субъектов / В.А. Васильєв, А.В. Летчиков, В.Е. Лялин // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №4. – С. 200–237.; Математическое моделирование в управлении рисками : материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Саратов, 3-5 сентября 2012 г.). – Саратов : Изд-во Саратов. ун-та, 2012. – С. 28.; *Дроздовская Л.П.* Интермедиация риска на информационно-кредитном рынке: монография / Л.П. Дроздовская, Ю.В. Рожков – Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2010. – С. 72.

Моделі еволюції ціни акцій застосовуються для процесу зміни цін. Якщо відслідковувати графіки цін акцій, то зазвичай можна помітити, що їх поведінка носить хаотичний характер. Тому ціни акції T_S в момент часу T прийнято вважати випадковою величиною. Якщо до того ж розглянути еволюцію ціни акції в часі S_t, t Î [0, T], то вона визначає деякий випадковий процес.

Позначимо через p ймовірність того, що ціна підніметься вгору. Тоді 1-p – ймовірність того, що ціна піде вниз:

$$p\{ S_1 = Su \} = p, P\{ S_1 = Sd \} 1 - p \qquad (2.5)$$

Дерево еволюції ціни акції в цьому випадку буде мати наступний вигляд (рис. 2.13.). Припустимо, що виконана гіпотеза про нейтральність до ризику інвесторів при заданому поточному значенні ціни S і можливих майбутніх цінах Su і Sd з урахуванням безризикового коефіцієнта r. Тобто інвестор може не переплачувати за ризик, пов'язаний з придбанням даної акції. Тоді покупка акції за ціною S еквівалентною операцією інвестування суми S в безризиковий актив. Це означає, що виконана рівність:

$$S=\frac{MS_1}{r} \text{ або } S=\frac{Su*p+Sd*(1-p)}{r} \qquad (2.6)$$

[1]Математическое моделирование в управлении рисками : материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Саратов, 3-5 сентября 2012 г.). – Саратов : Изд-во Саратов. ун-та, 2012. – С. 28.

На основі таких припущень побудовані моделі, які дають можливість а) оцінювати ймовірнісні характеристики випадкових величин:

$$P = \frac{1}{2}(1 + (\frac{M}{\sigma} - \frac{\sigma}{2})\sqrt{\frac{T}{n}} \quad (2.7)$$

$$1\text{- } p = \frac{1}{2}(1 - (\frac{M}{\sigma} - \frac{\sigma}{2})\sqrt{\frac{T}{n}} \quad (2.8)$$

б) дозволяють обчислювати ймовірність ризику $P\{S_t\ X\}$:

$$\text{In}(\frac{u}{d}) = 2\sigma\sqrt{\frac{T}{n}} \quad (2.9)$$

$$x = \frac{In(X/S) - nInd}{In(u/d)} = \frac{In(X/S) + \sigma\sqrt{Tn}}{2\sigma\sqrt{T/n}} = \frac{\sqrt{n}}{2\sigma\sqrt{T}} In\left(\frac{X}{S}\right) + \frac{n}{2} \quad (2.10)$$

и) дають можливість оцінювати ймовірності біноміального розподілу за допомогою функції Лапласа.

$$P\{S_T \leq X\} = P\{v_n \leq x\} \approx \Phi(\frac{x - np}{\sqrt{np(1-p)}} \quad (2.11)$$

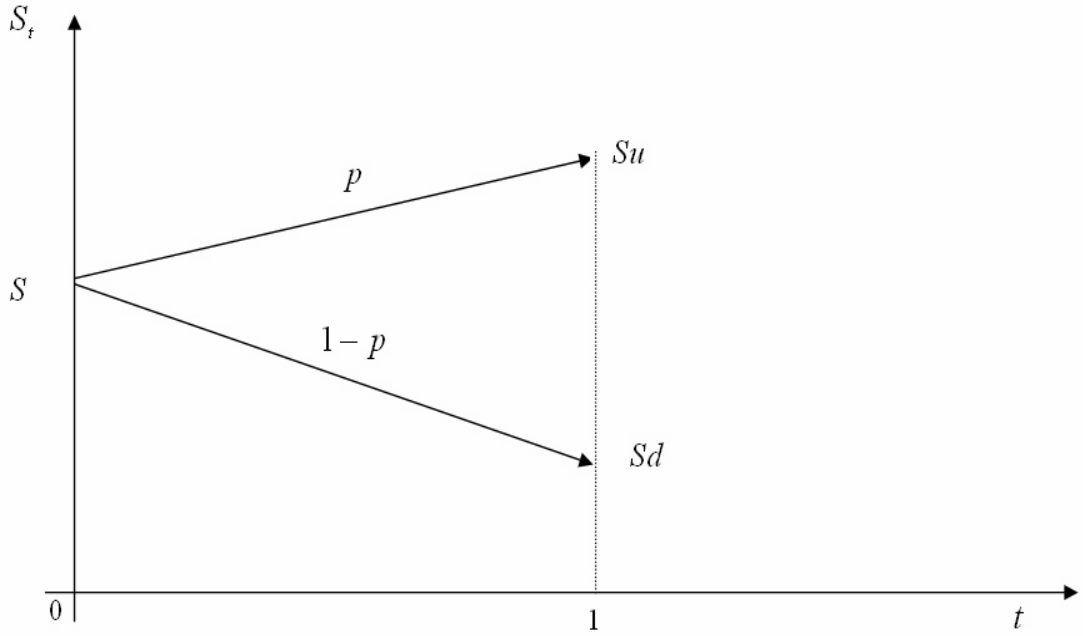


Рис. 2.13. Дерево еволюції ціни акцій (входить до методу еволюції ціни акцій)

Джерело : систематизовано на основі *Васильєв В.А.* Математические модели оценки и управления финансовыми рисками хозяйствующих субъектов / В.А. Васильєв, А.В. Летчиков, В.Е. Лялин // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №4. – С. 200–237.; Математическое моделирование в управлении рисками : материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Саратов, 3-5 сентября 2012 г.). – Саратов : Изд-во Саратов. ун-та, 2012. – С. 28.; *Дроздовская Л.П.* Интермедиация риска на информационно-кредитном рынке: монография / Л.П. Дроздовская, Ю.В. Рожков – Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2010. – С. 72.; Segal, S. (2011) Corporate Value of Enterprise Risk Management. New York: John Wiley & Sons.; Evans, D. (2012) Risk Intelligence. New York: Simon & Schuster.

Розрахунок раціональної ціни європейських пут-опціонів відбувається, як правило, за відомою формулою Блека-Шоулса :

$$P^{(3)} = Xe^{-\mu T} * \left(1 - \Phi(d_-)\right) - S * \left(1 - \Phi(d_+)\right) \quad (2.12)$$

$$\text{Де } d_\pm = \frac{1}{\sigma\sqrt{T}}\ In\frac{S}{Xe^{-\mu T}} \pm \frac{1}{2}\sigma\sqrt{T} \quad (2.13)$$

В нашій країні, на відміну від розвинених країн світу, ще не склався досвід торгівлі опціонними контрактами. Існує кілька акцій українських корпорацій, опціонами на які торгують на біржі, і обсяги цих торгів настільки незначні, що говорити про можливість вільного придбання опціонного контракту на будь-який термін і будь-якого номіналу не доводиться.

Тому проблема пошуку в Україні продавця опціону, який би взяв на себе ризики фондового ринку, є вкрай актуальною. В якості вирішення такого завдання вченими пропонується створення штучного[1] (або синтетичного) опціону. Саме в таких випадках застосовуються математичні моделі еволюції ціни на акцію.

Ідея створення штучних фінансових інструментів не нова і давно застосовується на Заході для різних стратегій інвестування. Суть її полягає в побудові інвестиційної стратегії, здатної в динаміці продублювати структури грошових платежів за опціоном, що торгуються на біржі. Ця стратегія є динамічною, оскільки вимагає коригування портфеля в часі відповідно до складеного до цього моменту курсу ризикового активу. Дана стратегія після початкового вкладення грошових коштів заснована на повному самофінансуванні. Це означає, що до дати закінчення опціону інвестор не вносить додаткових коштів і не забирає їх. Так як сама стратегія дублює опціон, сума, необхідна для підтримки стратегії, і є ціна опціону[2].

Звичайно, треба визнати, що на практиці сценарії змінення ціни можуть бути різними. Для деяких випадків дана стратегія може бути збитковою, для інших – дуже прибутковою. Як показує моделювання за методом Монте-Карло, чиста поточна вартість платіжних потоків, індукованих штучним опціоном, відрізняється від ціни опціону не більше, ніж на 60 % з достовірністю біля 95%.

Перевагою приведеної методики є те, що покупцеві пут-опціону не потрібно знаходити контрагентів. Він може сам використовувати стратегію динамічного хеджування для страхування своїх активів. У цьому випадку в якості контрагента виступає весь фондовий ринок, учасники якого беруть на себе фінансові ризики падіння котирувань ризикового активу. Сам же покупець опціону несе незначні втрати, що не перевищують вартість опціону, але при цьому зберігає весь актив від можливого падіння цін. Крім цього, позитивним моментом даної системи є можливість використання сучасної фінансової інженерії в умовах слабо розвиненого фінансового ринку, яким є ринок України. Комбінації різних фінансових інструментів, що об'єднуються на фінансових і тимчасових рівнях самими різними способами, породжують нові фінансові структуровані продукти.

Поширюючи цю методику в Україні, створюються умови для вдалого розвитку самого фінансового ринку, а значить, і появи дедалі більшої кількості новацій них продуктів.

---

[1] Під ним прийнято розуміти портфель з без ризикового активу і відповідного цьому опціоном ризикового активу.

[2] *Васильєв В.А.* Математические модели оценки и управления финансовыми рисками хозяйствующих субъектов / В.А. Васильєв, А.В. Летчиков, В.Е. Лялин // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №4. – С. 200–237.

До недоліків системи страхування фінансового ризику слід віднести те, що приведені розрахунки не використовують операційні витрати, які обов'язково присутні при операціях на фондовому ринку. Іншим недоліком приведеної методики є сильна чутливість до кризових явищ економіки, особливо політичного характеру.

У практиці оцінки ризиків широко застосовуються також GARCH[1] – моделі фінансових часових рядів. Умовна гетероскедастичність означає нестаціонарну дисперсію (волатильність), тобто залежну в часі. Умовність передбачає залежність спостережень від недавнього минулого, а авторегресія описує механізм, що пов’язує справжні спостереження з минулими[2].

GARCH – це метод моделювання фінансових часових рядів, який дозволяє використовувати минулі значення дисперсії для пояснення майбутніх значень дисперсії. Фінансові тимчасові ряди мають стійкі емпіричні закономірності в своїх значеннях і «кластерні волатильності». При використанні цих закономірностей в GARCH моделюванні забезпечується висока точність прогнозних значень дисперсії дохідностей активів. Можна застосовувати GARCH моделі в різних областях, таких як ризик-менеджмент[3,4], портфоліо-менеджмент, розміщення активів, ціноутворення опціонів[5].

Експерті оцінки доказують високу значимість GARCH-ефектів для ринку цінних паперів як для акцій окремих компаній, так і для біржових індексів і ф'ючерсів. Ці ефекти є важливими в таких областях як оцінка ризику та інших застосуваннях управління ризиком, що стосуються ефективного розміщення активів[6]. Ці ж учені вказують на широку область їх застосування і на обмеження їх застосування, зокрема GARCH моделі є тільки частиною рішення, оскільки їх, як правило, застосовують для рядів дохідностей активів, а фінансові рішення охоплюють контрастні ринкові зміни та інші непередбачувані випадки, які призводять до структурних змін. Фінансові тимчасові ряди зазвичай виявляють особливість відому як «кластерна» волатильність, коли великі зміни призводять до наступних великих змін, а малі зміни – до малих. Знак подальшої зміни (позитивний чи негативний) передбачити неможливо.

---

[1] Скорочення GARCH означає Generalized Autoregressive Conditional Heterockedasticity (Узагальнена Авторегресивна умовна гетероскедастичність).

[2] *Шеремет А.Д.* Методика фінансового анализа / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин, Е.В. Негашев. – М.: ИНФРА-М, 2000. – С. 49.

[3] *Кочетыгов А.А.* Финансовая математика: серия «Учебники, учебные пособия» / А.А. Кочетыгов. – Ростов на Дону: Изд-во «Феникс», 2004. – С. 234–236.

[4] Estimating and forecasting volatility of stock indices using asymmetric GARCH models and (Skewed) Student-t densities / Jean-Philippe Peters. Ecole d’Administration des Affaires, University of Liege, Belgium, 2001. – [Електроний ресурс]. – Режим доступу: http://www.-eaa.egss.ulg.ac.be/rogp/peters/Data/asgarch.pdf.

[5] ARCH and GARCH Models / Bovas Abraham. Dept of Statistics & Actuarial Sciences University of Waterloo, Canada. 2000. – [Електроний ресурс]. – Режим доступу: http://www.math.uwaterloo.ca/~schenour/stat929.pdf.

[6] *Васильєв В.А.* Математические модели оценки и управления финансовыми рисками хозяйствующих субъектов / В.А. Васильєв, А.В. Летчиков, В.Е. Лялин // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №4. – С. 200–237.

Якщо розглядати фінансові часові ряди як послідовність випадкових спостережень, то ця послідовність, стохастичний процес може виявити деяку ступінь кореляції у своїх значеннях.

Алгоритм моделювання відповідає схемі, зображеній на рис. 2.14.

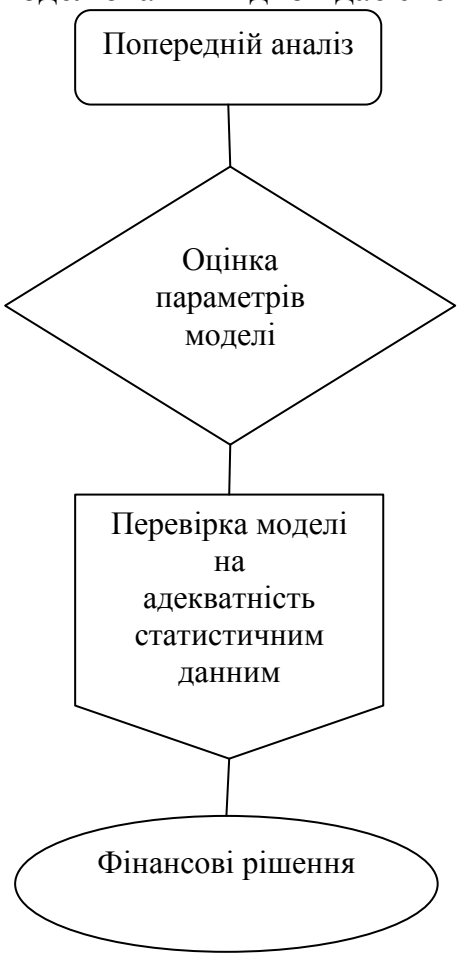


Рис. 2.14. Алгоритм моделювання GARCH за допомогою фінансових часових рядів

Джерело: систематизовано на основі Bollerslev T., A conditionally heteroskedasticity time series model for speculative prices and rates of return // The Review of Economics and Statistics. – 1987. – Vol. 69. – P. 542–547; Gilks W.R., Best N.G., Tan K.K. Adaptive rejection metropolis sampling within Gibbs sampling // Applied Statistics 44, 455-473; Kim S., Shephard N., Chib S. Stochastic volatility: likelihood inference and comparison with ARCH models //Review of Economic Studies. – 1998. – Vol. 65, – P. 361–393; Geweke J., Evaluating the accuracy of sampling-based approaches to the calculation of posteriormoments. In J.M. Bernardo, J.O. Berger, A.P. David and A.F.M. Smith (eds.), Bayesian Statistics 4, Oxford University Press, Oxford, U.K., – 1992. – P. 169-193.

Моделювання складається з трьох етапів. На першому етапі досліджується фінансовий часовий ряд: виробляється перетворення цін в прибутковості, визначається автокореляція в значеннях ряду, виявляється гетероскедастичність в прибутковості, перевіряється придатність часового ряду для GARCH-моделювання. Після виконаної оцінки параметрів необхідно перевірити модель на адекватність статистичним даним. Для цього необхідно вивчити взаємозв'язок між залишками моделі, умовними стандартними відхиленнями і висхідною дохідністю (прибутковістю).

Таким чином, роль фінансових ризиків в економіці є суттєвою і загальновизнаною. Вона пов’язана як з позитивним впливом на її стан, так і з викликами і загрозами, які гальмують її розвиток. Фінансові ризики тісно пов’язані з операціями купівлі – продажу простих і структурованих фінансових продуктів. Плата за ризик є складовою процесів ціноутворення на фінансовому ринку. Фінансові ризики з точки зору фінансової математики оцінюються, вимірюються, а з точки зору ризик-менеджменту потребують якісного управління для упередження втрат чи отримання надприбутків від продажу фінансових активів. Методологічний апарат оцінювання ризиків пов'язаний із застосуванням групи економіко-математичних моделей для оцінки фінансових ризиків, управління ризиками і методів хеджування ризиками.

РЕЗЮМЕ

Ціноутворення на ринку цінних паперів окремо взятої країни є результатом еволюції моделей її розвитку. Характер будь-якої моделі ринку цінних паперів визначається багатьма чинниками. З одного боку – це історико-національні цінності і традиції певної країни, а з іншого – ринок цінних паперів є складною сукупністю взаємовідносин у процесі емісії, купівлі-продажу цінних паперів та формуванню цін на них.

Ринок цінних паперів вирізняється від інших сегментів фінансового ринку своєю специфікою: по-перше, ринок цінних паперів – це вузькоспеціалізований ринок; по-друге, це ринок конкурентноорієнтований як внутрішньо так і зовнішньо; по-третє, ринок цінних паперів, є ринком, який зазнає впливу високих ризиків: законодавчих, систематичних, кредитних, валютних та ризику ліквідності. Наступною особливістю ринку цінних паперів є його нестійка система та висока волатильність, яка зазвичай продукується низьким обсягом ринку, жорсткою регіональною концентрацією та олігополістичним характером ринку.

Для сучасного ринку цінних паперів України характерним є високий рівень концентрації угод навколо акцій декількох "першокласних емітентів" з відсутністю передумов для масової пропозиції та попиту на акції. Крім цього йому властивий короткостроковий спекулятивний характер при вкрай сильній залежності від "гарячих грошей" іноземних інвесторів з переміщенням торгової активності на західні ринки.

Система ціноутворення пов’язана з класифікаційними характеристиками цінних паперів; має структуроване походження: відбувається в різних сегментах РЦП (сегменті державних і корпоративних цінних паперів) та на різних рівнях ринку(первинному та вторинному ринку)

Фундаментальну методологічну основу ринку цінних паперів формують критеріальні ознаки ціноутворення на різні види фінансових інструментів, які існують у формі базових (основних), похідних та структурованих фінансових інструментів. До специфічних ознак ринку цінних паперів слід віднести високу волатильність, ризикоорієнтованість, олігополістичність з високою замінністю товарів та складною структурованістю продуктів, де має місце як

ціноутворення, засноване на реальному інвестиційному капіталі, так і спекулятивне ціноутворення, засноване на трейдингу.

Основним критерієм при визначенні ціни цінного паперу є його цінність, яка виявляється через споживчу вартість – здатність цінних паперів задовольняти потреби вкладників шляхом можливості отримання певного рівня доходу, який знаходиться у взаємозв'язку з ризиком, що несе власник цінного паперу.

Дослідження рівня розвитку ринку цінних паперів слід пов'язувати з системним підходом до дослідження кон'юнктурних коливань у взаємозалежних сегментах фінансового ринку. Під поняттям кон'юнктури ринку цінних паперів (фінансової кон'юнктури) слід розуміти ринкову ситуацію, яка склалася під дією попиту і пропозиції на фінансові інструменти та послуги та характеризується сукупністю показників, що показують кількісні і якісні зміни на цьому ринку.

Фінансова кон'юнктура ринку визначає комерційну цінність і конкурентоспроможність фінансових інструментів, можливість і економічну доцільність купівлі-продажу (заключення угод), пошук виходу нових фінансових товарів на ринок;

- кон'юнктурні коливання ринку цінних паперів – це безперервно змінювані у часі рівнів показників кон'юнктури. Кон'юнктурні коливання фінансового ринку виявляються деякою мірою в існуванні циклів економічної активності різної амплітуди і протяжності;

- аналіз кон'юнктури ринку цінних паперів тісно пов'язаний з дослідженням фінансового ринку і його складових та кон'юнктурними коливаннями його змінних параметрів; динамікою розвитку промислового виробництва; моделюванням окремих ситуацій з метою регулювання ринку та прогнозування тенденцій його розвитку на перспективу; поетапним підходами: перший етап полягає у здійснені поточного спостереження за станом фінансової кон'юнктури; другий етап – у аналізі поточної кон'юнктури фінансового ринку; третій – у прогнозуванні кон'юнктури ринку.

Порушення співвідношення попиту і пропозиції на взаємозалежних сегментах фінансового ринку може призвести до негативних наслідків кон'юнктурних коливань і гіпотетично на ринку може створитися ситуація, коли зростання попиту на капітал може відставати від зростання самого капіталу. І якщо не впливати на таку ситуацію, то це призведе до зменшення обсягів прибутків на кожну одиницю капіталу.

Стійкий стан асиметрії інформації на ринку цінних паперів спонукає його учасників до нестримної гонки за знаннями і інформацією, подоланням ризику і невизначеності інвестиційних транзакцій. Важливим чинником, який впливає на прийняття рішень на ринку цінних паперів, є асиметрія інформації, яка тримає фінансовий ринок і ринок цінних паперів в тонусі та спричиняє позитивні та негативні тенденції його розвитку. Чим вагоміший є цей вплив, тим менше впевненість учасників ринку в тому, що інформаційна складова їх мотивацій достатня для прийняття рішень у ціноутворенні. Для усунення проблем диспропорцій розвитку ринку цінних паперів необхідно брати до

уваги, що фінансовий ринок і є по суті ринком інформації, де оцінюється ступінь її повноти (ризик) і ступінь достовірності (невизначеність). Отже, асиметрія інформації здійснює істотний вплив як на поведінку учасників ціноутворення, так і на механізм його функціонування.

В умовах високого рівня розвитку комп'ютерних технологій, що забезпечують пересування капіталів у межах розвинених комунікацій фінансових установ, потребують розробки і впровадження складні і юридично виправдані засоби моніторингу та контролю за фінансовими транзакціями. Вочевидь, створення нових методів регулювання ринків цінних паперів, що регулюють перелив фінансових ресурсів з метою скорочення соціально-економічного розриву в розвитку між країнами, який існує на даний час у значних розмірах.

Серед основних чинників формування транзакційних витрат на ринку цінних паперів слід виокремити п’ять груп: маркетингові, правові, психологічні, технологічні, організаційні. Вони виникають внаслідок:- контрактної природи взаємовідносин принципала і агента, зокрема, формуються на основі контрактних відносин; – конкурентної боротьби між учасниками; – конкурентоспроможності фінансових товарів (послуг) відповідно до масштабу ринку; виду цінової логістичної стратегії; еластичність попиту на той чи інший фінансовий інструмент.

Одним із важливих чинників в управлінні ціноутворенням на ринку цінних паперів є фінансові ризики, які виникають у процесі транзакцій. Їх роль у функціонуванні ринку цінних паперів є суттєвою і загальновизнаною. Фінансові ризики тісно пов’язані з операціями купівлі – продажу простих і структурованих фінансових продуктів. Плата за ризик є складовою процесів ціноутворення на фінансовому ринку. Управління ризиками є одним із ключових елементів регулювання ціноутворення на ринку цінних паперів.

РОЗДІЛ 3

МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА БАЗОВІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

3.1. Дворівнева система ціноутворення та фактори недооцінки акцій

Ринок цінних паперів є одним із сегментів фінансового ринку, на якому відбувається торгівля фінансовими інструментами. Через механізм ціноутворення на ринку цінних паперів відбувається залучення тимчасово вільних фінансових ресурсів одних економічних суб'єктів і надання їх в платне строкове користування іншим суб'єктам. Для вдосконалення механізму функціонування ринку цінних паперів, а також пошуку нових підходів в ціноутворенні на інноваційні, структуровані фінансові продукти необхідний якісний аналіз процесів ціноутворення на фінансові інструменти ринку цінних паперів.

У сучасному глобалізованому світі визначення ціни пропозиції фінансових інструментів, які представлені на ринку у вигляді цінних паперів, інвесторам є одним з найскладніших питань ринку цінних паперів. Зарубіжними авторами написана безліч робіт за цією проблематикою, але, використовуючи різну емпіричну базу, дослідники часто приходять до абсолютно протилежних висновків по одних і тих же явищах. Тому велика частина питань у частині ціноутворення носить дискусійний характер та потребує вдосконалення. Так, окремі питання розвитку світового ринку первинних розміщень цінних паперів висвітлені в працях Д. Ріттера, Р. Геддеса, Д. Дрейхо та ін. Деякі спроби досліджувати ринки цінних паперів здійснені і російськими вченими, такими як Я.М. Міркін, А.В. Лукашов, В.Г. Балашов, В.А.Іриков, Г.Р. Марголіт. Українські вчені В.Д. Базилевич, Ю. Кравченко, І.О. Лютий[1,2] наблизилися в своїх дослідженнях до проблем функціонування ринку цінних паперів. Проте в науковій літературі відсутнє комплексне вивчення ціноутворення на ринку цінних паперів, зокрема, присвячених системному баченню до первинного (IPO-ціноутворення) та вторинного (SEO-ціноутворення) ціноутворення.

---

[1] *Базилевич В.Д.* Формування фондового ринку у трансформаційній економіці / В.Д. Базилевич // Порівняльний аналіз деяких економічних проблем КНР та України у перехідний період. – Ухань : Вид. Ун-ту економ. і права Зонган, 1999. – С. 18–23.

[2] *Лютий І.О.* Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: монографія / І.О. Лютий, Т.В. Грищенко, О.В. Любкіна та ін. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – С. 183.

На сучасному етапі розвитку економіки визначення ціни пропозиції акцій інвесторам – одне з найскладніших питань IPO-ринку. Зарубіжними авторами написана безліч робіт по цій проблематиці, але, використовуючи різну емпіричну базу, дослідники часто приходять до абсолютно протилежних висновків по одних і тих же явищах. Тому велика частина питань у частині ціноутворення носить дискусійний характер.

Сучасні умови функціонування ринків цінних паперів передбачають, як правило, визначення ціни акцій на основі вартості компанії. Оцінка акцій компаній, які мають намір провести первинну публічну пропозицію – це стандартна процедура оцінки акцій, при якій використовуються методи дисконтованих грошових потоків і порівняльного аналізу. Попередня оцінка компанії проводиться вже на етапі, коли банки-інвестори борються за мандати на організацію розміщення. Згодом індикативна оцінка уточнюється в ході комплексної перевірки компанії, а остаточна ціна розміщення встановлюється на переговорах між емітентом і залученими банками. Після того, як визначена ціна пропозиції, акції розміщуються серед інвесторів. Після декількох днів після завершення розміщення починається торгівля цінними паперами на вторинному ринку. З відкриття торгів на біржі починається вільне ціноутворення[1]. Особливе значення в теорії первинного розміщення має ціна закриття першого дня торгів. Відносна зміна ціни в перший день називається «дохідністю першого дня торгів» або «первинною дохідністю» (initial returns) і визначається за формулою:

$$U = (Pc - Po)/ Po \times 100\%, \qquad (3.1)$$

де U – першопочаткова дохідність, %;

Pc – ціна закриття першого дня;

Po – ціна розміщення.

Уперше питання про первинну дохідність було поставлене в роботах Р. Ібботсона, Ф. Рейлі, Х. Столу і А. Керлі в 70-і роки XX століття. Саме тоді уперше було звернено увагу, що ціна розміщення акцій відрізняється від ціни, що формується на вторинному ринку і є найкращим відображенням справедливої вартості компанії.

Первинна дохідність формує «первинні прибутки» інвесторів за рахунок засобів, які недоотримані акціонерами, що продають, і емітентом. Якби компанія продала акції інвесторам за ціною закриття першого дня торгів, а не за ціною пропозиції, то компанія і акціонери, що продають, отримали б більше грошових коштів. Ці засоби можна було б притягнути, продавши меншу кількість акцій. Не даремно недоотримані засоби в професійному жаргоні називають «грошима, залишеними на столі» (money left on the table).

Якщо оплата послуг інвестиційних банкірів є прямими витратами проведення IPO, то «недоотримані» кошти – альтернативні витрати проведення IPO. Ефект високої початкової дохідності також називають заниженим ціни IPO або «феноменом недооцінки» (IPO underpricing). Феномен, хоча і вважається

[1] Вільне ціноутворення передбачає встановлення ціни на акції ринком під дією попиту і пропозиції (Авт)

аномалією, якої не повинно бути на ефективному ринку, проте він існує в усіх країнах і на всіх фондових ринках без виключення незалежно від міри ефективності. Наприклад, на американському ринку, що є одним із найбільш ефективних, середнє значення первинної дохідності в 1960-2011 склало 16,8 %. А Т. Лафран і Д.Ріттер відмічають, що більш ніж при 70 % транзакцій IPO в 80-х, 90-х роках XX століття і на початку 2000-х рр. ціна закриття першого торгового дня перевищувала ціну розміщення.

Існує три базові механізми визначення ціни на первинному ринку: встановлення фіксованої ціни (fixed price offering), аукціон (auction) і формування книги заявок (book – building). Маркетинг розміщення проводиться при застосуванні будь-якого з них. При пропозиції акцій за фіксованою ціною ціна відома заздалегідь, а інвестори подають заявки тільки за оголошеною ціною. Важливим недоліком цього механізму є його негнучкість: неможливість «підлаштувати» пропозицію під попит. Аукціонний механізм[1] традиційно вважається одним із найбільш ефективних механізмів обміну.

У разі використання книги заявок на первинному ринку визначається ціновий діапазон, у межах якого буде призначена ціна. Після закінчення прийому заявок організатори встановлюють остаточну ціну пропозиції, яка і є ціною розміщення акцій серед інвесторів. Після розподілу акцій починаються вторинні торги – відбувається формування ціни на торгах фондової біржі. Процес ціноутворення на ринку цінних паперів є дворівневим і відбувається на первинному і вторинному ринку (рис. 3.1).

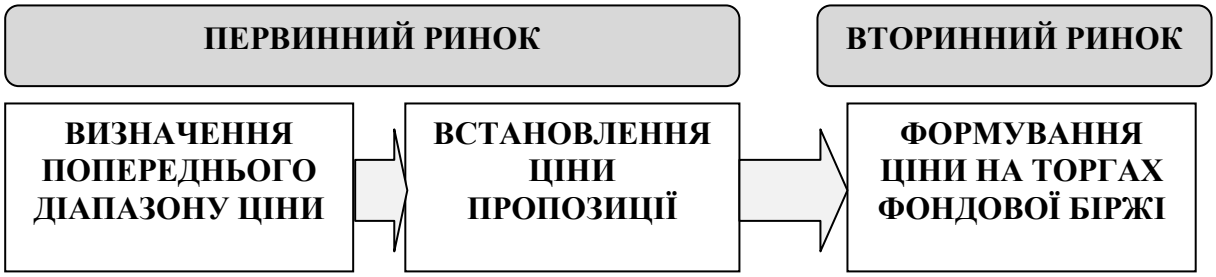


Рис. 3.1. Схема ціноутворення на акції при використанні книги заявок

Джерело: побудовано автором

Історичні корені IPO пов'язані з появою перших акціонерних товариств і беруть початок з XVII століття, коли англійські та голландські акціонерні компанії запропонували свої акції. Першим публічним розміщенням акцій можна вважати розміщення голландської Ост-Індської компанії на Амстердамської біржі, що входить нині в трансатлантичний альянс NYSE-Euronext[2].

---

[1] В угодах IPO, як правило, використовується голландський аукціон: торги розпочинаються з максимального значення ціни, яка знижується у міру подання заявок. Ціною пропозиції буде та ціна, по якій емітент зможе реалізувати увесь випуск інвесторам (Авт.)

[2] У сучасному розумінні терміну IPO розміщення акцій голландської Ост-Індської компанії таким не було. В даний час IPO передбачає послідовність певних дій, скоєних інвестиційними банками. Формування процедури IPO в тій формі, в якій вона існує сьогодні, пов'язане з розвитком інвестиційних банків як фінансових посередників на ринку цінних паперів та лібералізацією

На фоні розвитку торгівлі та успішних розміщень ряду акціонерних товариств з'являлося значне число «венчурних компаній», які залучали кошти приватних інвесторів під амбітні проекти, багато з яких мали відверто шахрайський характер. Початок XVIII століття ознаменувався «мильними бульбашками» в Англії і Франції, найбільш відомими з яких стали «Компанія південних морів» і «Місісіпская компанія». У книзі А.Анікіна «Історія фінансових потрясінь» наводяться приклади товариств, які намагалися працювати над створенням вічного двигуна, в основу якого покладено виробництвом паперу з тирси, переселенням тропічних мавп до Англії.

Епоха «мильних бульбашок» і великих географічних відкриттів, розквіту торгівлі та початку становлення фінансових ринків змінилася промисловим бумом грюндерства XIX століття [1], який став черговим періодом розквіту ринку цінних паперів та пожвавлення торгівлі фінансовими інструментами. Проте значна частина XX століття на тлі світових воєн, політичних, економічних і фінансових криз стала тривалою паузою в розвитку ринку цінних паперів.

Сучасна історія ринків первинних розміщень та ціноутворення першого рівня починається з 70-х років XX століття, з моменту перших спроб реформувати фінансовий ринок (табл. 3.1)

Таблиця 3.1

Етапи розвитку ринку IPO

Етапи розвитку	Зміст етапу
Зародження стихійного ринку акціонерного капіталу (поч. XVII – початок XIX століть)	виникнення акціонерних товариств і перші публічні розміщення акцій на біржі; формування технології IPO через біржу, активна участь роздрібних інвесторів і відсутність "кваліфікованих" і "інституціональних" інвесторів як класу інвесторів, відсутність системи регулювання розміщення акцій
Інституціоналізація ринку (двадцяті роки XIX – початок XX століття)	формування і розвиток професійних посередників на первинних ринках – інвестиційних банків – і початок формування процедур первинної публічної пропозиції
Формування розвиненого ринку(десяті роки XX століття – сімдесяті роки XX століття)	тривалі періоди зростання 20-х, 50-х і 60-х рр. чергувалися із застоєм в розвитку ринку капіталів, викликаних світовими війнами і фінансовою кризою, які паралізували розвиток ринку капіталів
Становлення та розвиток сучасного ринку(сімдесяті роки XX століття – по теперішній час)	формування IPO як інвестиційно-банківської послуги у її сучасному розумінні, загальна активізація розміщень і посилення диверсифікації емітентів

Джерело: складено автором

фінансових ринків - можна говорити, що свою нинішню форму ринок IPO набуває тільки в останній третині двадцятого століття, проходячи певну еволюцію своїй організації протягом всього останнього століття. Перші в історії розміщення від сучасних відрізняє відсутність сформувалася інфраструктури ринку та інституційних інвесторів як класу, а також технологія розміщення, що, однак, не спотворює сутність явища і тому розглядається як етапу розвитку первинного ринку.

[1] *Римская Т.* Привлечение денег: эволюция публичных размещений / Т. Римская // Журнал ВТБ. – М., 2007. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа к журналу: http://www.vtbmagazine.ru

За історію розвитку фінансових ринків сталися десятки криз: найбільш сильні призводили до величезних втрат інвесторів, підривання довіри до ринку цінних паперів і серйозним змінам в частині їх регулювання. Однією з найбільш яскравих і, по суті, першою біржовою кризою, був крах акціонерних компаній в XVII столітті, так званих «мильних бульбашок». Швидке зростання змінювалося ще стрімкішим падінням, яке мало негативні наслідки для фінансової системи. Серйозні втрати інвесторів зводили нанівець емісійну активність[1]. Падіння емісійної активності спостерігалося після краху перегрітого ринку цінних паперів залізничних компаній в 40-х рр. XIX століття, ринку акцій автоконцернів в 20-і рр. XX століття, виробників напівпровідників і електроніки в 50-і роки XX століття. У 70-і роки разом з перегріванням ринку акцій найбільших американських компаній (nifty fifty) сильний вплив на первинний ринок зробила нафтова криза 1973-1974 років. А в кінці 90-х рр. бульбашка утворилася на ринку інтернет-компаній. Емісія пайових цінних паперів після Великої депресії в США і в період Першої і Другої світових воєн в Європі досягала своїх мінімальних значень. Кризові явища 2008-2009 рр. на фінансовому ринку дещо скоригували кількісні і якісні показники, але, судячи з показників розвитку міжнародних ринків в 2009-2011 рр., не змінили основних тенденцій розвитку ринку IPO, що склалися в останнє десятиліття.

Міжнародний досвід щодо IPO свідчить про два різних підходи до IPO-ціноутворення: європейський і американський. У такий спосіб підприємства виводять частину своєї власності (чи навіть її всю) у відкритий вільний продаж[2]. За офіційним визначенням Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE) IPO – це випуск нових акцій, що здійснюється приватними компаніями з метою перетворення їх на публічні[3]. Відповідно до статті 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок «первинне публічне розміщення цінних паперів – це їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення будь-яким іншим способом повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь невизначеної кількості осіб[4]».

IPO – один з найбільш розповсюджених у світовій практиці способів залучення коштів. Українські підприємства досить активно використовують банківські кредити і випуск облігацій. У порівнянні з цими видами залучення фінансів IPO вважається більш цивілізованим способом фінансування[5]. Слід відмітити, що IPO передбачає первинне розміщення та обіг не лише акцій корпорацій, але й інших емісійних цінних паперів, зокрема облігацій, депозитарних розписок, паїв. Хоча на практиці, як правило, застосовується для акцій. Тому процес встановлення IPO ціни слід визнати як IPO-ціноутворення

---

[1] За інформацією, представленою на сайті Euronext, «фінансові інновації» шотландця Джона Ло у Франції та історія Міссісіпской компанії на десятиліття розчарували французів у фондовому ринку

[2] *Геддес Р.* IPO и последующие размещения акций / Росс Геддес. – К.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – С. 2.

[3] Nev York Stock Exchange Euronext. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nyse.com

[4] Про цінні папери та фондовий ринок / Закон України № 3480-IV від 23 лютого 2006р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу. – http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page

[5] *Гвардин С.В.* IPO. Стратегия, перспективы и опыт российских компаний / С.В. Гвардин. – М.: “Прогресс”, 2006. – С. 67.

та загальний підхід сформувати щодо акцій як одного з основних фінансових інструментів з метою поширення таких підходів до ідентичних фінансових інструментів.

IPO-ціноутворення може мати місце як на фондовій біржі (як локальній так і іноземній), так і поза біржовим ринком – серед інвестиційних фондів. У класичному розумінні IPO є розміщенням акцій підприємства на фондовій біржі з внесенням їх у список акцій, що котируються на даній біржі (лістинг).

Процедура лістингу включає в себе комплекс заходів, спрямованих на оцінку інвестиційної привабливості, надійності та ліквідності цінних паперів, фінансового стану емітента, а також низки інших показників, які можуть впливати на параметри цінного паперу. Стабільність ринку цінних паперів багато в чому залежить від ретельності проведення процедури лістингу організаторами торгівлі та від рівня вимог, яким повинен відповідати цінний папір для допуску його до офіційних торгів та котирувань. Саме тому в лістинг потрапляють далеко не всі емітенти цінних паперів. Обов'язкові вимоги до включення цінних паперів у лістинг визначаються національним законодавством та контролюються регулятором (в Україні – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку). До торгівлі на біржі в категорії лістингового цінного паперу може бути допущений цінний папір, який відповідає наступним умовам:

1. Випуск і проспект емісії цінного паперу зареєстровані відповідно до чинного законодавства України.

2. Здійснена державна реєстрація звіту про результати розміщення цінного паперу.

3. Відсутня заборона щодо торгівлі цінним папером на фондовій біржі згідно із законодавством України.

Додаткові вимоги можуть бути встановлені конкретною біржею. Вимоги до емітентів цінних паперів, які претендують на включення в лістинг на Українській біржі представлені в табл. 3.2.

Досить часто при розміщенні цінних паперів емітенти звертаються до послуг андерайтера. Андерайтер є посередником при первинному розміщенні цінних паперів. Його дії визначені в Україні на законодавчому рівні[1]. Первинне розміщення – це складний та багатоаспектний процес, для ефективного впровадження якого зусиль одного емітента досить часто буває недостатньо. На розвинених ринках емітенти, зважаючи на існування об'єктивних труднощів, вдаються до послуг андерайтерів. На вітчизняних теренах посередництво під час розміщення цінних паперів представлене не так часто. Але саме «нові» ринки характеризуються високим рівнем ризику для емітентів та інвесторів, що створює передумови для розвитку такого посередництва[2].

---

[1] Про внесення змін до Закону України "Про цінні папери ,та фондовий ринок" щодо розкриття інформації на фондовому ринку / Закон України № 3264-VI від 21 квітня 2011 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу. – http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3264-17

[2] *Красножон С.В.* Андеррайтинг та його значення в інвестиційних процесах на ринку / С.В. Красножон // Журнал ринок цінних паперів України. – 2006. – №11–12. – С. 45–48.

Таблиця 3.2

Вимоги до емітентів цінних паперів

Умови	Облігації корпоративні	Облігації місцевої позики	Цінні папери ICI
1	**2**	**3**	**4**
Лістинг 1 рівня	Строк існування емітента не менше 3- х років Вартість чистих активів емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань по випускові, становить не менше 100 000 000 грн. відсутні збитки за підсумками двох фінансових років з останніх трьох фінансових років в емітента або особи, яка надає забезпечення для виконання зобов'язань по випускові Номінальна вартість серії випуску облігацій становить не менше 10 000 000 грн. Кожний з останніх 6 місяців з облігаціями емітента цієї серії випуску укладалось не менше 5 біржових угод і виконувалося не менше 5 біржових контрактів, середньомісячна вартість біржових угод з облігаціями цієї серії випуску за останніх 6 місяців становить не менше 500 000 грн.	Номінальна вартість серії випуску облігацій становить не менше 25 000 000 грн. Середньомісячна вартість біржових угод з облігаціями цієї серії випуску за останніх 6 місяців становить не менше 400 000 грн.	Строк існування ICI не менше 3- х років Вартість чистих активів інституту спільного інвестування на останню звітну дату становить не менше 20 000 000 грн. Середньомісячна вартість біржових угод з цінними паперами за останніх 6 місяців становить не менше 100 000 грн.
Лістинг 2 рівня	Строк існування емітента не менше 1 року Вартість чистих активів емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань по випускові, становить не менше 10 000 000 грн. відсутні збитки за підсумками останнього фінансового року в емітента або особи, яка надає забезпечення для виконання зобов'язань по випускові Номінальна вартість серії випуску облігацій становить не менше 5 000 000 грн. Середньомісячна вартість біржових угод з облігаціями цієї серії випуску за останніх 6 місяців становить не менше 150 000 грн.	Номінальна вартість серії випуску облігацій становить не менше 10 000 000 грн. Середньомісячна вартість біржових угод з облігаціями цієї серії випуску за останніх 6 місяців становить не менше 100 000 грн.	Строк існування ICI не менше одного року Вартість чистих активів інституту спільного інвестування на останню звітну дату становить не менше 10 000 000 грн. Середньомісячна вартість біржових угод із цінними паперами за останніх 6 місяців становить не менш 50 000 грн.

Продовження таблиці 3.2

1	2	3	4
Зобов'язання щодо розкриття інформації	1. Щокварталу протягом 30 (тридцяти) календарних днів по закінченню кварталу: o копія квартальних балансів і звітів про фінансові результати у встановленій формі o довідка про вартість чистих активів за формою згідно вимог і нормативних актів НКЦПФР 2. Копія останнього аудиторського звіту до фінансового звіту не пізніше 30 календарних днів після дати його офіційного підписання аудитором 3. Інформація й копії документів протягом 10 робочих днів після подій: o внесенні змін у Статут o зміна параметрів цінного паперу o реєстрацію проспекту емісії наступного випуску цінного паперу o реєстрацію наступного випуску цінного паперу o закінчення строку обігу цінних паперів емітента o особливу інформацію про емітента відповідно до чинного законодавства України й діючих нормативних актів НКЦПФР 4. Регулярна інформація, яку емітент розкриває згідно з діючим законодавством	Звіт про погашення облігацій (серії облігацій) за формою згідно вимог нормативних актів НКЦПФР не пізніше 10 днів після погашення облігацій (кожної серії у випадку випуску облігацій різних серій)	Довідка про вартість чистих активів за формою й у строки згідно вимог нормативних актів НКЦПФР Копія квартальних балансів і звітів про фінансові результати протягом наступного за звітним періодом місяця Річний звіт про результати діяльності ІСІ не пізніше 30 квітня року, що йде за звітним (для ІСІ закритого типу) Звіт про результати діяльності за півріччя не пізніше двох місяців з дати закінчення відповідного півріччя (для диверсифікованих ІСІ)

Джерело: складено автором за даними Української біржі http://www.ux.ua/s251

Андерайтер відповідно до договору з емітентом може здійснювати: купівлю цінних паперів у емітента з подальшим їх перепродажем інвесторам; гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною з подальшим перепродажем; продаж якомога більшої кількості цінних паперів, без зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані[1].

Загалом, послуги андерайтера як посередника в IPO-ціноутворенні зводяться до наступного:

- по-перше, він бере участь у підготовці проспекту емісії цінних паперів та необхідних документів для реєстрації випуску цінних паперів;

- по-друге, розкриває інформацію, що міститься у проспекті емісії цінних паперів;

- по-третє, в процесі торгівлі організовує взаємодію емітента з фондовими біржами або іншими організаторами торгівлі по підготовці розміщення цінних паперів; здійснює підготовку необхідних документів для здійснення допуску цінних паперів до розміщення на торгах фондової біржі або інших організаторів торгівлі на ринку цінних паперів; укладає договори купівлі-продажу цінних паперів або від імені емітента (при представницькому андерайтингу) або від власного імені (при викупному андерайтингу); складає звіт про результати публічного розміщення цінних паперів для затвердження органом емітента, уповноваженого приймати таке рішення, та подання до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку;

- по-четверте, може надавати також консультаційні послуги.

Щодо механізму IPO-ціноутворення, то в європейській практиці процес встановлення ціни розміщення починається з попереднього маркетингу, у процесі якого до інвестора доводиться думка аналітиків синдикату інвестиційних банків відносно діапазону дійсної вартості (fair value range) компанії, а інвестори повідомляють інвестиційним банкам свої попередні очікування по оцінюванню; з урахуванням останніх визначається ціновий діапазон (price ranqe) розміщення (рис. 3.2).

У США проведення маркетингу до випуску попереднього проспекту не допускається, тому процес встановлення ціни починається безпосередньо з оголошення цінового діапазону, тобто до вияснення попередньої думки інвесторів по оцінці компанії[2].

Такий досвід практикує і Росія: до 2002 року російський ринок розвивався в лоні американської, а з 2004 року –в лоні європейських практик. У відповідності до європейської цінової практики ціни російських розміщень в основному встановлювалися в межах цінових діапазонів, але, на противагу Європі, розподіляються рівномірно, при цьому виділити тут будь-які закономірності не представляється можливим.[3]

---

[1] *Верес. І.Я.* Правова природа договору андерайтингу / І.Я. Верес // Часопис Академії адвакаткри України. – 2013. – №1. – С. 150–175.

[2] *Ritter J.* Differences between European and American IPO Markets / J. Ritter // European Financial Management. – 2003. – Vol.9. – №4. December. – P.421–434.

[3] *Мальков А.В.* Размещение акций: структурирование и ценообразование / А.В. Мальков. – М.: –

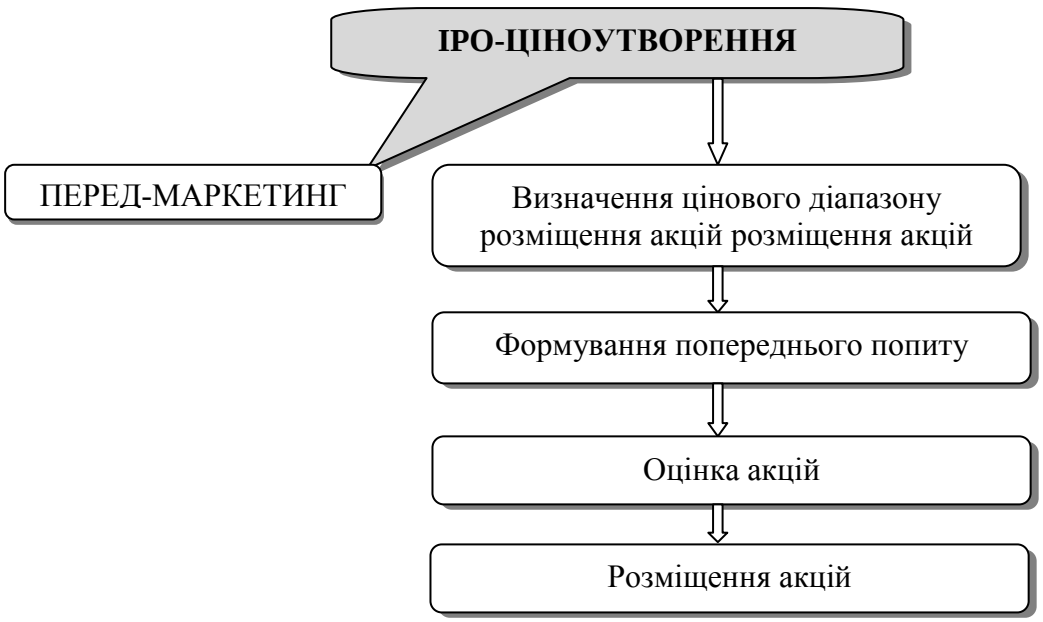


Рис. 3.2. Схема алгоритму ІРО-ціноутворення (європейський підхід)

Джерело: складено автором

Щодо визначення попереднього маркетингу, то крім звичайного опису цього процесу[1], в науковій літературі присутні статті, які присвячені проблемі систематичного завищення аналітиками прогнозних значень, зокрема дослідження Т.Дженкінсона і Г.Джонса, які підсумували результати опитувань інституціональних інвесторів про деякі аспекти попереднього маркетингу (статистику окремих аналітиків, ознайомлення з їх звітами, побудова власних моделей, надання відгуків про оцінку)[2].

Різниця між європейським і американським підходом також пояснює, чому в США ціна встановлюється поза ціновим діапазоном частіше, ніж у Європі, і чому відсоток обмежених по ціні заявок (limit orders) у книгах попиту (book of demand) американських розміщень значно вищий, ніж у європейських[3].

Визначення цінового діапазону є питанням складним і ризиковим та відповідно до застосовуваних методик полягає у визначенні допустимих меж ціни. Враховуючи переважання в європейських книгах попиту заявок без цінового ліміту (strike orders) і відслідковуючи тенденцію до встановлення ціни ближче до верхньої межі цінового діапазону, можна зробити висновок, що в Європі процес побудови книги заявок (bookbuilding) важливий не стільки для потреб ціноутворення, а скоріше всього для розподілу акцій між інвесторами (allocation).

На відміну від заявок, які подаються в книгу попиту синдикату, відзиви інвесторів на етапі попереднього маркетингу відрізняються фрагментарністю

Альпина Бизнес Букс/МИФ, 2012. – С.66–67.

[1] *Chahinc S.* Long-run abnormal return after IPOs and optimistic analysts' forecasts / S. Chahinc // International Review of Financial Analysis. – 2004. – Vol.13. – P. 83–105.

[2] *Jenkinson T.* IPO pricing and allocation: a surveyof the views of institutional investors / T. Jenkinson, H. Jones // Review of Financial Studies. – 2009. – Vol.22. – Issue 4. – P. 1477–1504.

[3] *Jenkinson T.* Why are EuropeanIPOs so Rarely Priced Outside the Indicative Price Range? / T. Jenkinson, A. Morrison, W.Wilhelm // Journal of Financial Economics. – 2006. – Vol.80. – Issue 4. – P. 185–209.

(не всі інвестори готові надати свою думку про оцінку) і упередженістю (з аналітиками синдикату дуже часто зустрічаються аналітики фондів, а не портфельні менеджери, які приймають остаточні рішення). Можливе широке розмежування думок; також можлива ситуація, коли для прийняття зваженого рішення по ціновому діапазону відзивів буде недостатньо. Такі труднощі ведуть до того, що ціновий діапазон може бути переглянутий[1].

Визначення цінового діапазону притаманне не тільки IPO-ціноутворенню а також і SEO-ціноутворенню і знаходиться в полі зору науковців. Зокрема, в своїй першій статті Ф. Корнеллі и Д.Голдрайх[2] приводять вибірку із 39 розміщень 1995-1997 рр., де зазначені емітенти 20 країн, яка включає як IPO (23 розміщення), так і SEO (16 розміщень); пізніше, в другій статті[3] використовують розширену вибірку (37 IPO і 26 SEO 1995-1999 рр. і 24 країни) і приходять до висновку, що ціна розміщення визначається з урахуванням лімітованих заявок і встановлюється близько точки різкого падіння попиту на акції. Пізніше дослідження книги заявок 27 IPO за 1996-2001 рр., проведених емітентами із 6 європейських країн здійснювали Т. Дженкинсон і Г.Джонс[4]. У результаті вони не знайшли підтвердження тому, що лімітованим заявкам слід надавати перевагу при алокації. Крім цього, Т. Дженкинсон і Г.Джонс оприлюднили результати опитування 49 ведучих фондів Великобританії про практику перед маркетингу, букбілдінгу і алокації[5]:

- на етапі попереднього маркетингу завжди надають відгуки про оцінку компанії 21%, у більшості випадків 40% респондентів;

- вибір інвесторами типу заявки в ході букбілдінгу залежить від того, чи вважається рівень перепідписки розміщення значним чи ні. Інвестори також відмітили, що зустрічі з аналітиками і менеджерами часто використовуються для того, щоб мати уяву про рівень перепідписки розміщення;

- 63% респондентів вказали, що заявки без цінового ліміту подаються, тому що верхня межа цінового діапазону відповідає очікуванням по оцінці.

Загалом, у 71 % випадків ціна лімітованої заявки указується нижче дійсних очікувань по оцінці, а лише у 26% опитаних коефіцієнт заниження є постійною величиною; в інших випадках варіативність існує в залежності від рівня перепідписки розміщення.

Як показує аналіз досліджень в IPO і SEO – ціноутворенні не можна не брати до уваги чутливість інвесторів по відношенню до ціни, оскільки

---

[1] *Мальков А.В.* Размещение акций: структурирование и ценообразование / А.В. Мальков. – М.: – Альпина Бизнес Букс/МИФ, 2012. – С.67

[2] *Cornelli E.* Bookbuilding; how informative isthe order book? / E. Cornelli, D Goldreich // The Journal of Finance. – 2001. – Vol. LVI. – № 6, December. – P. 2337–2369.

[3] *Cornelli E.* Bookbuilding; how informative isthe order book? / E. Cornelli, D Goldreich //The Journal of Finance. – 2003. – Vol. VIII. – №4, August. – P. 1415–1443.

[4] *Jenkinson T.* Bids and allocations in European IPObookbuilding / T. JenkinsonT., H. Jones // The Journal of Finance. 2004. – Vol. IJX. – №5, October. – P. 2309–2338.

[5] *Jenkinson T.* IPO pricing and allocation: a surveyof the views of institutional investors / T. Jenkinson, H. Jones // Review of Financial Studies. 2009. – Vol.22. – Issue 4. – P.1477–1504.

чутливість і очікування інвесторів є головним ціноутворюючим фактором, оскільки залежить від наступних обставин[1]:

- макроекономічної кон'юнктури;
- стану фондового ринку;
- стану галузі, яку представляє емітент;
- унікальності пропозиції (нова індустрія, новий інструмент; компанія, краща з вибірки; компанія, обов'язкова до придбання, або «must have»), а якщо вона відсутня – місце емітента серед порівнювальних компаній;
- момент пропозиції (у зв'язку з наявністю у інвесторів лімітів по країнах і індустріях).

Таким чином, рекомендації при формуванні цінової політики будуть мати наступні ініціативи:

1) встановлення верхньої межі цінового діапазону, яка повинна відповідати цільовому рівню оцінки, але при цьому має бути реалістичною;
2) встановлення нижньої межі цінового діапазону, яка повинна бути привабливою для інвесторів, які демонструють високу чутливість до оцінки;
3) ціновою політикою по встановленню цінового діапазону має бути визнана політика переміщення очікувань інвесторів з нижньої межі цінового діапазону у верхню[2]. Дворівневий підхід до ціноутворення на ринку цінних паперів за другою дає можливість структурувати ціноутворення в біржовому та позабіржовому сегменті ринку цінних паперів**.** Біржовий сегмент ринку має такі відмітні особливості, як лістинг цінних паперів; включення біржею цінних паперів в котирувальний список після експертизи їх інвестиційних якостей; гарантія укладення та виконання угод на основі попереднього депонування грошових коштів і цінних паперів перед початком торгівлі; аукціонна торгівля: простий, подвійний аукціони; незначні і регламентовані цінові спреди по операціях; гласність здійснюваних торгових операцій, тощо. Процеси біржового ціноутворення на ринку цінних паперів мають свою специфіку, свій особливий інструментарій, пов'язаний з процедурами біржового ціноутворення (див. додаток А). Індикатором ціноутворення на акції її курс.

Політика біржового ціноутворення при встановленні курсу передбачає дотримання певних правил:

- біржовий курс встановлюється на рівні, що забезпечує найбільшу кількість угод;
- заявки «продати за будь-яким курсом», «купити за будь-яким курсом» здійснюються тільки після першої пропозиції ціни;
- здійснення заявок, що містять максимальні ціни під час купівлі і мінімальні під час продажу;
- заявки, у яких зазначаються ціни, що наближаються до максимальних при купівлі і мінімальних при продажу, можуть реалізовуватися частково;

---

[1] *Мальков А.В.* Размещение акций: структурирование и ценообразование / А.В. Мальков. – М.: – Альпина Бизнес Букс/МИФ, 2012. – С.164.

[2] В даному випадку метод дисконтування визначає верхню межу діапазону, а порівняльний метод – нижню межу дійсної вартості.

- заявки, де зазначені ціни нижче бажаного курсу під час купівлі або вище при продажу, не реалізуються.

Аналізуючи дані реєстрації угод і заявки інвесторів, котирувальна комісія визначає верхній і нижній рівень цін за видами цінних паперів. При цьому вона виключає ціни, непоказові для ринкової кон'юнктури. Але є цінні папери, якими не торгують на організованому ринку цінних паперів, придбати або продати які можливо тільки на позабіржовому ринку.

Біржові ціни – є основними інформаційними цінами в прийнятті рішень з ціноутворення. Біржа як суб'єкт господарювання орієнтована на отримання прибутку для власного утримання і розвитку. Як правило, структуру біржового ринку досліджують з урахуванням певних ознак, за якою він поділяється на сегменти. Наприклад, за складом фінансових інструментів біржової торгівлі виділяють інструментальну структуру; за способом розміщення фінансових інструментів – інституційну структуру, за складом професійних учасників – організаційну структуру, інше. З позицій забезпечення ціноутворення (укладання і реалізації угод) є важливою використання:

1) інфраструктурної складової, яка створює умови для здійснення біржових угод та забезпечує взаємодію торговельної, депозитарної та розрахункової системи;

2) інституціональної системи, яка включає в себе фінансових регуляторів, які вирішують завдання регулювання попиту і пропозиції, встановлення рівня дохідності та формують цінову політику на ринку цінних паперів.

Особливого значення при цьому набуває інформаційно-аналітичне обслуговування, яке сприяє розкриттю інформації про емітентів, інвесторів та найпотужніших операторів ринку з метою прийняття цінових рішень.

Позабіржовий ринок – неорганізований ринок цінних паперів, на якому їх котирування здійснюється не в результаті дії ринкових чинників, а самою компанією. Перш за все слід звернути увагу на те, що позабіржовий ринок не може гарантувати виконання угоди. Позабіржова торгова система виступає як місце узгодження угоди між двома учасниками. Діючі правила торгівлі не мають системи взаємних лімітів учасників, і кожен учасник сам бере на себе ризик вибору контрагента.

Головною функцією ціноутворення на вторинному ринку цінних паперів є функція збалансування попиту і пропозиції. Ця функція має виконуватися через встановлення рівноважної ціни. Графічно цей процес на ринку цінних паперів відрізняється від ринку споживчих товарів, який представлений точкою перетину кривих (прямих) попиту і пропозиції (рис. 3.3). На рис. 3.3 (б) зображено схематично попит і пропозицію на ринку цінних паперів. Графіки попиту (D) і пропозиції(S) не демонструють ринкову рівновагу, а мають спред – крок відставання – різницю між курсом попиту і курсом пропозиції на цінні папери, адже в ринкових умовах ринок цінних паперів характеризується як онкольний (мало ліквідний).

Ринок цінних паперів через фінансові інструменти реалізовує механізм викупу в інвесторів належних їм фінансових активів і тим самим підвищують ліквідність цих активів.

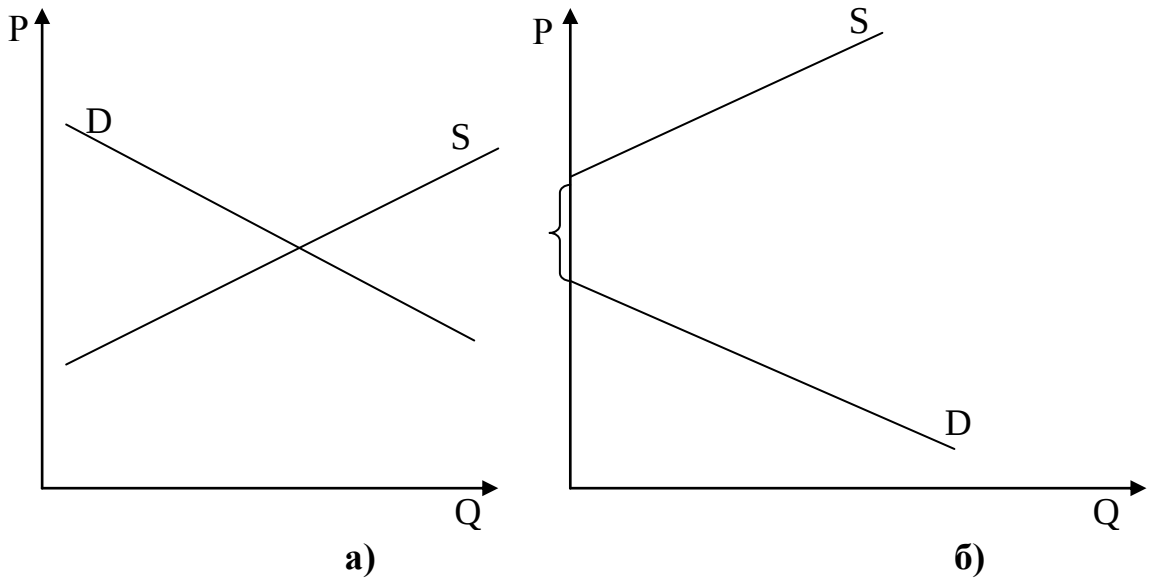


Рис. 3.3. Механізм формування рівноважної ціни на ринку споживчих товарів (а) і на ринку цінних паперів (б)

Джерело: складено автором

Викуп у інвесторів фінансових інструментів, як правило, забезпечують фінансові посередники. Фінансові посередники завжди готові не тільки викупити фінансові активи, а й продати їх інвесторам у разі потреби. здійснюючи на постійній основні викуп і продаж фінансових активів, фінансові посередники забезпечують ліквідність фінансових активів, що є в обігу на ринку, стабілізують ринок, протидіють значним коливанням цін, які не пов'язані зі змінами в реальній вартості фінансових активів та змінами в діяльності емітентів цих активів.

На ринку цінних паперів для кожного окремо взятого покупця і продавця індивідуальний попит представлений окремою точкою, а криві (прямі) сукупного попиту і пропозиції не перетинаються. А це означає, що завжди існує різниця між ціною попиту і ціною пропозиції, а рівноважна ціна може змінюватися від укладення попередньої угоди до наступної та говорить про те, що ринкова рівновага на ринку цінних паперів є короткостроковою, а ринок є волатильним. На відміну від споживчого ринку, де ідентичні товари протягом одного періоду часу продаються за ідентичними цінами і коливання цін є незначним, для ринку цінних паперів характерним є те, що на один і той самий цінний папір у один і той самий час і в одній і тій же торгівельній системі різним покупцям може бути проданий за різними цінами.

Ринки цінних паперів з високим спредом і нерегулярними торгами, як правило, характеризуватися високою еластичністю попиту. Основними функціями фінансових посередників на ринку цінних паперів є розподіл та перерозподіл вільних фінансових ресурсів, консолідація заощаджень індивідуальних інвесторів в цінні папери; забезпечення рівноваги на ринку; підвищення ліквідності вкладень у цінні папери; зниження фінансових ризиків,

їхня диверсифікація; легалізація прав власності; зниження вартості операцій щодо надання фінансових послуг інше[1].

Алгоритм IPO-ціноутворення в подальшій його реалізації є співставним з алгоритмом SEO-ціноутворення, оскільки, на етапі оцінки акцій, як у механізмі IPO-ціноутворення, так і у механізмі SEO-ціноутворення виникає явище недооцінки акцій. Саме обґрунтуванню такого феномену як недооцінка присвячені багатогранні гіпотези (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Гіпотези щодо недооцінки акцій (IPO і SEO)

IPO	SEO
- інформаційна асиметрія між емітентом і інвестиційним банком: користуючись своїми знаннями про ринок,інвестиційний банк упереджено недооцінює розміщення, щоб полегшити маркетинг і дати можливість заробити своїм клієнтам – інвесторам[2] ; - інформаційна асиметрія між емітентом і інвесторами: неповне володіння інвесторами інформацією призводить до того, що ціна розміщення в кінцевому підсумку стає нижче ціни на вторинному ринку[3]; - недооцінка повинна нагородити інвесторів за те, що вони надають відгуки про вартість компанії, тим самим допомагають визначити ціну розміщення[4] - інформаційна асиметрія між інвесторами: недооцінка повинна забезпечити участь в розміщенні не інформованих інвесторів, які стикаються з «прокляттям переможця» (winners curse), отримуючи більші алокації менш бажаних випусків, в яких не хочуть брати участь не інформовані інвестори[5]; - захист від потенційних оскаржень інвесторів[6]; - сприяння маркетингу: недооцінка розміщення підвищує його привабливість в очах інвесторів, забезпечуючи, при, цьому збільшення попиту на акції[7]; - виявлення перспективи:емітенти, які продають акції приємно здивовані розміром ресурсів, які залучені в ході IPO, і тому не заперечують недоотримати частину цих коштів[8]	- гіпотези про існування між учасниками розміщення інформаційних асиметрій в цілому не відрізняються від гіпотез російських дослідників[9], проте вони передбачають, що в середньому рівень невизначеності по відношенню до публічних компаній нижче, ніж по відношенню не публічної, тому для SEO характерна менша недооцінка, ніж для IPO; - наступні розміщення акцій порушують баланс попиту і пропозиції, тому учасники збалансування попиту і пропозиції інвестори повинні отримати компенсацію у формі недооцінки SEO[10]; - при встановленні ціни андерайтери схильні до її округлення в бік зменшення[11].

[1] *Квасова О.Л.* Підвищення ефективності організаційно-економічного механізму діяльності фінансових посередників на ринку цінних паперів / О.Л. Квасова // Формування ринкових відносин в Україні. – 2011. – №5. – С. 67.

[2] *Baron P.* The Investment Banking Contract for Newissues under Asymmetric Information: Delegation of the incentiveproblem / P. Baron, B. Holmstrom //Journal of Finance. – 1980. – Vol.34. – P.1115–1138.

[3] *Beatty R.* Investment Banking, Reputation, and the Under Pricing of Initial Public Offerings / R. Beatty, J. Ritter // Journal of Financial Economics. – 1986. – Vol.15. – P. 213–232.

[4] *Benveniste l.* How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues / l. Benveniste, P. Spindt // Journal of Financial Economics. – 1989. – Vol.24. – P.343–362.

[5] *Rock K.* Why New Issues are Underpriced / K. Rock // Journal of Financial Economics. – 1986. – Vol.15. – P.187–212.

[6] *Tinic S.* Anatomy of Initial Public Offerings or Common Stock / S. Tinic //Journal of Finance. – 1988. – Vol.43. – P.789–822.

[7] *Welch I.* Sequential Sales, Learning, and Cascades / I. Welch //Journal of Finance. – 1992. – Vol.47. – P.695–732.

[8] *Loughran T.* Why don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs? / T. Loughran, J. Ritter // Review of Financial Studies. – 2002. – Vol.15. – P.413–444.

[9] *Мальков А.В.* Размещение акций: структурирование и ценообразование / А.В. Мальков. – М.: – Альпина Бизнес Букс/МИФ, 2012. –С.104

[10] *Scholes M.* The Market for Securities: Substitution Versusprice Pressure and the Effects of Information on Share Prices / M. Scholes // Journal of Business. – 1972. – №45. – P. 179–211.

[11] *Mola S.* Discounting and Clustering in Seasoned Equity Offering Prices / S. Mola, T. Loughran // Journal of

Дослідники відмічають недооцінку IPO в короткостроковому періоді (short-run underpricing) і, як наслідок, створення першої дохідності (initial return), яка визначається як різниця розміщення і ціни закриття першого дня торгів[1]. Рівень першої дохідності зазнає впливу значних коливань. Так, якщо в 1980-х роках середня дохідність першого дня торгів американських IPO складала 7%, то в 1990-1998 рр. вона вдвічі збільшилась і сягала 15 %, а в період «Інтернет-бульбашки», в 1999-2000 рр. підскочила до 65%[2].

З недооцінкою тісно пов'язані явище «гарячих випусків» (hot issues): на основі, в першу чергу, американського досвіду було встановлено, що за місяцем значних попередніх домовленостей, як правило, слідує місяць IPO-активності[3,4]. Багато дослідників також приходять до висновку про відставання динаміки котрувань у довгостроковій перспективі, проте наголошують про те, що спостереження буде залежати від застосованих методів і регіону.

Довгострокова динаміка IPO може бути порівнюватися або з індексами, або з динамікою котирувань компаній, які є довгий час публічними. Американська статистика демонструє змішану картину: Німеччина, Фінляндія і Австралія[5,6], наприклад, показують слабкі результати, в той час як Малайзія і Таїланд заперечують гіпотезу про довгострокове відставання IPO[7,8].

Застосування першого підходу теж не дає однозначних результатів: наприклад, у 1988-1998 рр. динаміка розміщень із Німеччини і Нідерландів випереджувала динаміку порівнювальних індексів, у той час як Швеція, Швейцарія, Франція, Іспанія і Італія демонстрували слабі результати[9]. Дехто із науковців дотримується теорії слабих довгострокових результатів IPO і пояснюють це наступним чином:

- існує надлишковий оптимізм інвесторів в момент проведення IPO, який з часом проходить[10];
- максимізовані в менеджменті фінансових результатів перед розміщенням з поступовим переходом компаній у «нормальний режим»[11];

Financial and Quantitative Analysis. 2004. – Vol.39. – March. – P. 1–23.

[1] *Мальков А.В.* Размещение акций: структурирование и ценообразование / А.В. Мальков. – М.: – Альпина Бизнес Букс/МИФ, 2012. – С.70

[2] *Loughran T.* Why has IPO under Pricing Changeover Time? / T.Loughran, J. Rirter // Financial Management. 2004. – Vol.33. . – №3. . – P. 5. – 37.

[3] *Ibbotson R.* Hot Issue' Markets / R. Ibbotson, J. Jaffe // Journal of Finance. – 1975. – Vol.30. – P. 1027–1042.

[4] *Ritter J.* The Hot Ssue Market of 1980 / J. Ritter // The Journal ofBusiness. 1984. – Vol. 57. – № 2 (April). – P. 215–240.

[5] *Ljungqvisr A.* Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence from Germany / A. Ljungqvisr // European Economic Review. – 1997. – Vol.41. – P. 1309–1320.

[6] *Keloharju M.* The Winner's Curse, Legal Liability, and the Long-run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland / M. Keloharju //Journal of Financial Economics. – 1993. – Vol.34. – P. 251–277.

[7] *Corhay A.* The Long-run Performance of Malaysian Initial Public Offerings (IPOs): value and growtheffects / A. Corhay, S. Teo, A. Rad // Managerial Finance. – 2002. – Vol.28. – P. 52–65.

[8] *Allen D.* The long-run Performance of Initial Public Offerings in Thailand / D. Allen, N. Morkel-Kingsbury, W. Piboonthanakiat // Applied Financial Economics. – 1999. – Vol.9. – P.215–232.

[9] *Schuster J.* IPOs: Insights from Seven European Countries.Working Paper / J.Schuster. – London: School of Economics, 2003. – 64 p.

[10] *Miller E.* Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinions / E. Miller //Journal of Finance. – 1977. – Vol.32. – P. 1151–1168.

[11] *Teoh S.* Earnings Management and Thelong-run Market Performance of Initial Public Offerings / S. Teoh, I. Welch, T. Wong // Journal of Finance. –1998. – Vol.53. – P. 1935–1974.

- існує надлишковий оптимізм аналітиків, які систематично завищують прогнозні значення по компаніях, які беруть участь у розміщенні[1]

Щодо недооцінки SEO, то дослідники[2] відмічають, що рівень недооцінки SEO змінюється в часі: так, для фондового ринку США 80-х років була характерна середня недооцінка в розмірі -1,15%, тоді як той же ринок з1990 по 1998 рр. продемонстрував середній дисконт, який дорівнює -2,92%. Адже ще в 70-х роках К.Сміт, аналізуючи вибірку 328 американських SEO 1971-1975 рр., встановив наявність дисконту між ціною розміщення і ціною закриття попереднього дня торгів (-0,45%) і наявність премії між ціною розміщення і ціною закриття першого дня торгів (+0,82)[3].

Отже, при визначенні ціни SEO необхідно виходити з поточної ринкової вартості емітента. Як правило, ціна SEO встановлюється з дисконтом до ринку, проте іноді акції розміщуються з нульовим дисконтом, що може бути пов'язано з наявністю попиту на акції, який не задовольняє емітента або з їх низькою ліквідністю (і відповідно, недооцінюваністю). В цілому ціна SEO визначається з урахуванням середнього дисконта, який склався на ринку на момент розміщення і скорегованого в бік збільшення, чи зменшення в залежності від інвестиційної привабливості емітента і рівня попиту на акції.

Ринкова ціна або курс акцій (від лат. cursus – біг, рух, і actio – дія, вчинок) фактична продажна ціна акцій на ринку цінних паперів. Тобто, це ціна, за якою акція конвертується у грошовий вираз на вторинному ринку цінних паперів. Як правило, її розмір відрізняється від номінальної вартості, тому що прямо пропорційний отриманому дивідендові з урахуванням перспектив його зростання у майбутньому. Одночасно курс акцій знаходиться у зворотній залежності від величини позичкового процента[4].

До організацій, що забезпечують процес ціноутворення на ринку цінних паперів належать:

а) організації, що забезпечують укладання угод (фондова біржа, позабіржові організатори торгівлі);

б) організації, що забезпечують виконання угод (обліково-клірингові системи: депозитарії, клірингові організації, регістратори);

в) саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку[5];

г) інформаційні агенції.

---

[1] *Chahinc S.* Long-run Abnormal Return after IPOs and Optimistic Analysts' Forecasts / S. Chahinc // International Review of Financial Analysis. – 2004. – Vol. 13. – P. 83–103.

[2] *Corwin S.* The Determinants of under Pricing for Seasoned Equity Offers / S. Corwin // The journal of Finance. – 2003. – Vol. LVIII. –№8, October. – P.2250–2279.

[3] *Smith C.* Alternative Methods for Raising Capital. Rights Versus Underwritten Offerings / C. Smith // Journal of Financial Economics. – 1977. – №5. – P. 288.

[4]. *Демківський А.В.* Гроші та кредит: навчальний посібник / А.В. Демківський. – К.: Дакор, 2007. – 528 с.

[5] Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006р до саморегульованих організацій належать - неприбуткові об'єднання учасників фондового ринку, що проводять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність, утворені відповідно до критеріїв і вимог, установлених Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку

Кожна з організацій відіграє важливе значення в ціноутворюючих процесах. Важливим фактором, що впливає на ціноутворення, є створення умов для реалізації угод через організаторів торгівлі. Це, в свою чергу, підвищує інвестиційну привабливість емітента за рахунок забезпечення його ліквідності та прозорості.

Отже, що стосується реалізації процесів ціноутворення на ринку цінних паперів, то їх формує і забезпечує інфраструктурний інструментарій. Зважаючи на дослідження як вітчизняних так і зарубіжних вчених[1,2,] для систематизації забезпечення ціноутворення на ринку цінних паперів нами пропонується розглядати інфраструктурну складову забезпечення ціноутворення як сукупність облікової, торговельної, розрахунково-клірингової, регуляторної та інформаційної систем (рис. 3.5.).

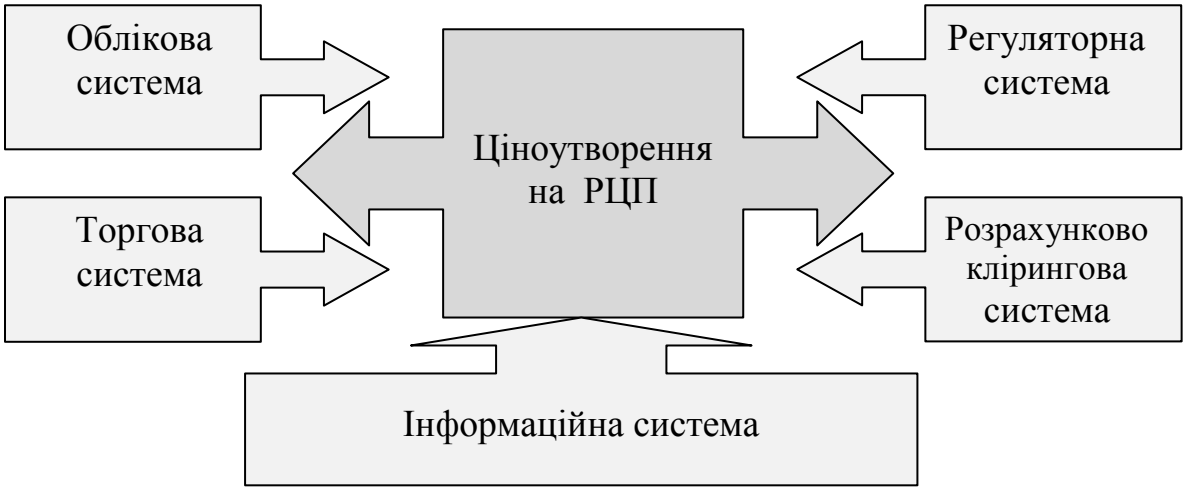


Рис. 3.5. Інфраструктурна складова забезпечення процесів ціноутворення на ринку цінних паперів

Джерело: побудовано автором

Під інфраструктурною складовою забезпечення ціноутворення на ринку цінних паперів слід розуміти сукупність систем, організацій і технологій, які дозволяють учасникам ринку досягнути своєї мети – провести операцію, пов'язану з купівлею-продажем цінних паперів з найменшими ризиками.

Облікова система передбачає облік прав власності, яка включає реєстрацію і зберігання цінних паперів. Дійсно, професійному посереднику вигідніше звести всіх своїх клієнтів (інвесторів) в одну організацію, контрольовану ним же (навіть якщо це суперечить інтересу інвестора), ніж реорганізувати свою роботу з точки зору забезпечення надійності захисту прав інвесторів, в тому числі, через ефективну систему обліку прав власності на цінні папери. Для зменшення ризиків учасників торгів застосовуються

[1] *Жинкин А.Ю.* Концептуальные подходы организации и развития учетной инфраструктуры российского фондового рынка / А.Ю. Жинкин, М.Н. Калинин, П.М. Лансков. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://zhinkin.narod.ru/articles/article01.htm

[2] *Мацкайлова Е.В.* Развитие инфраструктуры фондового рынка в России : дис. … канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Елена Викторовна Мацкайлова; Волгоградский государственный университет. – Волгоград, 2005. – 134 с.

спеціальні заходи, що дозволяють біржі прийняти на себе суттєву їх частину. Так, у ряді випадків для виставлення цінних паперів на торги біржа вимагає заздалегідь передати папери, які продаються на зберігання – депонувати їх в депозитарії[1]. Депозитарій виступає в ролі передавальної ланки від продавця покупцеві. Він гарантує наявність і справжність цінних паперів, які продаються. Звичайно, депонування грошей і цінних паперів, як і самі послуги депозитарію, коштують грошей. Це ціна, яку доводиться заплатити за надійність виконання угоди.

Торговельна система дуже важлива інфраструктурна складова ринку цінних паперів, оскільки необхідна для такого важливого етапу ціноутворення як укладення угоди. Торговельна система існує у дворівневій формі організації торгівлі цінними паперами: біржовій та позабіржовій системі. Найбільш розвиненою і організованою є біржова система. Вона характеризується великими оборотами та інфраструктурою, здатною взяти на себе більшу частину ризиків і істотно прискорити операції. Як наслідок, на біржових ринках введена сувора стандартизація угод, жорсткі обмеження на діяльність учасників ринку.

Таким чином, торгова система забезпечує визначення ринкової ціни акцій, пошук контрагента, фіксацію волевиявлення сторін про те, що вони уклали угоду, попередню звірку її параметрів, проте не дозволяє зняти ризик невиконання укладеної угоди. Ця проблема може бути вирішена тільки шляхом взаємодії торговельної та розрахунково-клірингової систем.

Розрахунково-клірингова система – це система виконання угод. Торгова система, після закінчення торгового дня, відправляє реєстр угод у розрахунково-клірингову організацію, в завдання якої входить виконання угоди за дорученням обох контрагентів.

При великих оборотах на біржі контроль за кожною окремою угодою, навіть стандартизованою, виявляється дуже важкою і дорогою справою. Для його реалізації вводять так звані системи клірингу[2], в завдання яких якраз і входить контроль за тим, щоб усі угоди, укладені на біржі, правильно адресувалися і вивірялися. Завданням клірингової системи є встановлення та підтвердження параметрів взаємопов’язаних у даній системі угод і підведення підсумків.

Регуляторна система представлена, як правило, трирівневою системою регулювання фінансового ринку цінних паперів на законодавчому рівні, державними спеціалізованими регуляторними органами та саморегулівними організаціями. Це дозволяє встановлювати правила поведінки покупців і

---

[1] Депозитарій є особливим сховищем, в яке власники цінних паперів можуть віддати їх на збереження

[2] Існує кілька основних різновидів клірингу, які діляться за різними ознаками: безперервний кліринг здійснюється в режимі реального часу, тобто кожна укладена на біржі угода негайно надходить в обробку; періодичний кліринг проводиться регулярно з відомим періодом (кожну годину, в кінці торгової сесії, в кінці тижня); двосторонній кліринг проводиться таким чином, що в його результаті з'ясовується, хто з учасників і які угоди уклав;багатосторонній кліринг є логічним продовженням двостороннього, в результаті кожен учасник отримує одну (по кожному виду цінних паперів) позицію.

продавців цінних паперів, регулювати депозитарну, розрахунково-клірингову діяльність, формувати державну інвестиційну, інноваційну політику та політику ціноутворення на фінансовому ринку.

Інформаційна система передбачає найбільш повне розкриття інформації на ринку цінних паперів та доведення її до споживача – це дає можливість впливати на асиметрію ринку, приймати оперативно цінові рішення та зменшувати ризики. Адже, незважаючи на тривалу історію вивчення проблем функціонування ринків і досягнуті успіхи, багато проблем, пов'язаних з виникненням спотворень, породжених асиметрією і неповнотою інформації, все ще не вирішені.

Отже, необхідною умовою забезпечення ціноутворення на ринку цінних паперів є наявність емітентів, які зацікавлені в мобілізації вільних коштів; інвесторів, що мають вільні кошти і бажають їх розмістити; посередників, що забезпечують обмін зобов'язань (цінних паперів) емітентів на грошові кошти інвесторів та інфраструктурних учасників, які забезпечують процес ціноутворення: забезпечують укладання угод (фондова біржа, позабіржові організатори торгівлі); забезпечують виконання угод (депозитарії, клірингові організації, регістратори); забезпечують реєстрацію і зберігання цінних паперів; забезпечують регулювання ціноутворення на законодавчому, державному на громадському[1] рівні та забезпечують інформацією учасників ціноутворення.

Ринок цінних паперів структурується за різними ознаками, пов'язаними з ціноутворенням: за рівнями ціноутворення – первинний, вторинний; за організацією ціноутворення – біржовий та позабіржовий. На таких ринках процеси ціноутворення взаємопов'язані та реалізуються через механізми IPO – і SEO-ціноутворення, які мають як спільні, так і відмінні риси. Зокрема, в ціновому механізмі має місце діапазон встановлення ціни та явище недооцінки (переоцінки акцій). Рекомендації при формуванні цінової політики на ринку цінних паперів мають наступні застереження:1) встановлення верхньої межі цінового діапазону повинно відповідати цільовому рівню оцінки, але при цьому має бути реалістичною; 2) встановлення нижньої межі цінового діапазону має бути привабливою для інвесторів, які демонструють високу чутливість до оцінки. Ціновою політикою по встановленню цінового діапазону має бути визнана політика переміщення очікувань інвесторів з нижньої межі цінового діапазону у верхню.

[1] Згідно з Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006р до саморегульованих організацій належать - неприбуткові об'єднання учасників фондового ринку, що проводять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність, утворені відповідно до критеріїв і вимог, установлених Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку

3.2. Факторний аналіз кон'юнктурних чинників ринкового середовища

Ринок цінних паперів як економічне явище, виражає відносини, що виникають під впливом попиту і пропозиції на фінансовий товар (фінансовий інструмент), який знайшов своє відображення у формі цінних паперів.

Ціноутворення на ринку цінних паперів окремо взятої країни є результатом еволюції моделей її розвитку. Характер будь-якої моделі ринку цінних паперів визначається багатьма чинниками. З одного боку – це історико-національні цінності і традиції певної країни, а з іншого – ринок цінних паперів є складною сукупністю міжнародних взаємовідносин в процесі емісії, купівлі-продажу цінних паперів та формуванню цін на них.

За останні два десятиліття на міжнародному ринку цінних паперів відбулися значні структурні зрушення, які докорінно змінили особливості їх функціонування. До основних структурних зрушень, які визначають вектор розвитку міжнародного ринку цінних паперів, на сьогодні слід віднести фінансову глобалізацію, фінансові інновації, глобальні технології, стандартизацію діяльності учасників ринку, консолідацію фінансового сектора, яка пов'язана з трансформацією інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів, що призвело до зміни в структурі попиту і пропозиції цінних паперів. Через високу концентрацію пропозиції капіталу міжнародний ринок цінних паперів посів провідне місце серед основних сегментів фінансового ринку. На ньому в процесі фінансизації економіки[1] також принципово нового змісту набувають ринково-конкурентні відносини, оскільки перехід від товарно-грошового до фінансового господарства означає перехід від грошових коштів до фінансових ресурсів як основних компонентів цих господарств.

Тому ключові чинники ціноутворення на ринку цінних паперів необхідно досліджувати у контексті основних тенденцій його розвитку (Рис. 3.6.).

Серед нових трендів, що вирізняють кінець XX- початок XXI століття від 1970-х років, найважливішим є глобалізація. Саме глобалізація зумовила такі різні і, здавалось би, не пов'язані між собою процеси, як створення глобального інформаційного ринку, миттєве перетікання фінансових активів із одних країн в інші, динамічне економічне зростання Китаю та інших азіатських країн, швидке поширення нових технологій, інститутів, демократичних і напівдемократичних режимів. Інтенсивне спілкування мільйонів громадян різних країн, глобальна міграція і т. д.[2].

---

[1] Фінансизація економіки – це якісно новий стан розвитку економіки, зокрема, коли процесу виробництва передують фінанси і фінансові операції.

[2] *Дынкин А.А.* На пороге неспокойного мира: современная эпоха и кризисные 70-е / А.А. Дынкин, В.И. Пантин // Мировая экономика и международные отношения. – 2010. – № 6. – С. 8.

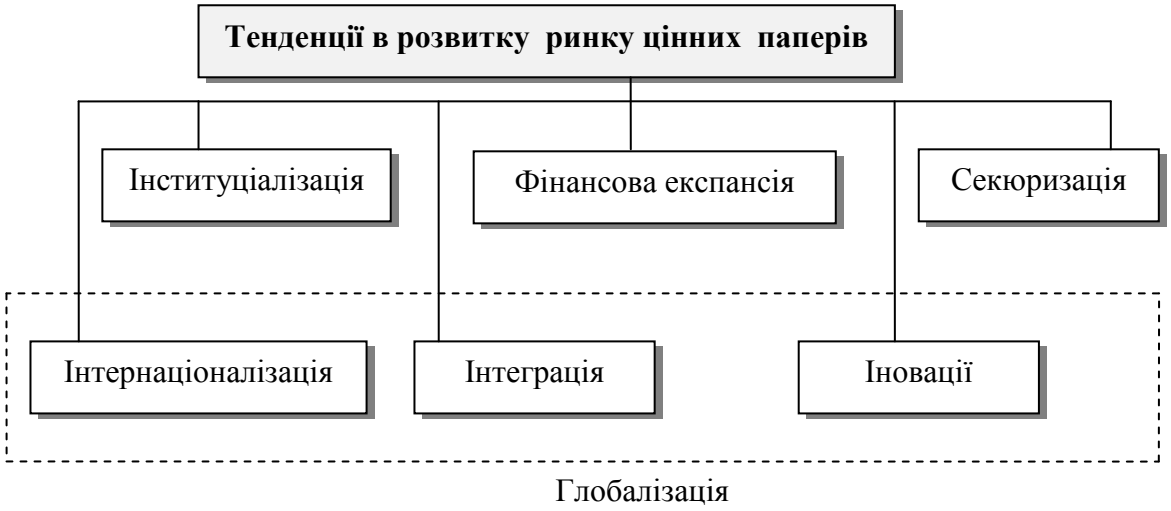


Рис. 3.6. Сучасні тенденції в розвитку ринку цінних паперів

Джерело: систематизовано автором на основі *Раделицький Ю. В*. Державне регулювання ринку фінансових інвестицій: зарубіжний досвід і національні реалії // Ю. В. Раделицький Науковий Вісник НЛТ У України: Збірник науково-технічних праць. – Львів : РВВ НЛТ У України. – 2009. – Вип. 19.13. – С. 242–248.; *Школьник І. О., Червякова С. В*. Реформування вітчизняної розрахунково-клірингової системи як передумова забезпечення ефективності функціонування інфраструктури ринку цінних паперів у процесі IPO // Проблеми економіки. – 2012. – № 3. – С. 15–19.; Джусов О. А., Коротун А. С. Фондовий ринок України: сучасний стан, проблеми розвитку та перспективи /В. О. Поворозник// Офіційний сайт Національна бібліотека України імені В. І. Вернадського, Київ [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/

Для сучасної стадії розвитку світової економіки характерною є активізація процесів глобалізації, передусім фінансової. У світі незалежно від волі та свідомості окремих держав і народів відбувається процес поступового об'єднання національних і регіональних фінансових ринків у єдиний світовий фінансовий ринок, одночасно посилюються взаємозалежності між ринками окремих фінансових інструментів. Процес глобалізації привів до випереджального нарощування потужності суто фінансових потоків і оборотів на світовому валютному ринку… Сучасна економіка у кожній конкретній країні, незалежно від масштабів, рівня розвитку і структурних особливостей власне фізичної економіки, все більшою мірою зорієнтована на фінансову сферу, яка значною мірою концентрується у фінансовій економіці. Конструкція сучасної економіки нагадує перевернуту піраміду: над вузькою основою «реальної» економіки нависає багаторазово переважаюча її фінансова глобальність.[1] Тому в сучасному світі під впливом глобалізації відбувається глобальне розходження між реальною економікою і фінансовою пірамідою, активно нарощуються віртуальні активи і реальні системні ризики. Як зазначає А.Гальчинський, сформована в останні десятиріччя теоретична модель і реальна практика, що характеризує, з одного боку, процеси становлення глобального суспільства, з іншого – розвиток економічної глобалізації на основі інтернаціоналізації економічних відносин, все меншою мірою кореспондують

[1] *Лук'янов В.С.* Сучасні фінансові ринки : монографія / В. С. Лук'янов. – К. : Знання, 2013. – С. 57.

одна з одною[1]. Мова йде про одну з найважливіших суперечностей сучасного глобалізму, що потребує свого переосмислення в процесі глобального розвитку. Глобалізація також створює передумови для модифікації структури відносних цін за рахунок торговельної інтеграції. Інтернаціоналізація, інтеграція спонукає до інновацій, які на ринку цінних паперів проявляються в уніфікації фінансових інструментів. Відносно новим явищем стало посилення дериватизації фінансового ринку. Операції з похідними фінансовими інструментами значно перевищують трансакції з базисними активами. Відсутні географічні і часові межі діяльності світового фінансового ринку. Операції здійснюються цілодобово по мірі зміни часових поясів[2]. Таким чином в сучасних умовах функціонування ринку, глобалізаційні чинники є визначальними у формуванні цін на фінансові продукти.

Інституалізація відносин на ринку цінних паперів у сучасних умовах передбачає, що населення все більшу частину вільних грошових коштів переводить саме в розвинені форми фінансових інструментів. Інституціоналізм з його похідними неконституційними теоріями є «спадкоємцем» і продовжувачем раціоналізму[3] – домінуючого способу мислення в європейській науці [4]. Саме тому на процеси ціноутворення ми вважаємо важливим вплив раціональної (реалістичної) характеристики споживача, яка знаходить своє вираження в двох поведінкових передумовах: «обмеженої раціональності» і «опортуністичної поведінки».

На розвиток фінансової економіки відчутно впливають процеси, що зумовлюють фінансову експансію, тобто інтенсивне розростання обсягів фондового ринку, боргових зобов'язань та ринків похідних фінансових інструментів, які акумулюють величезні обсяги віртуального капіталу за рахунок високої мобільності та ажіотажної спекулятивної гри з фінансовими активами. У ринково розвинутих економіках платоспроможний попит все більшою мірою задовольняється за рахунок інноваційних фінансових продуктів. Звідси випливають два ключових імперативи. По-перше, діловому бізнесу доводиться у процесі змінювати фінансові стратегії. По-друге, внаслідок цього відчутно зростають системні ризики, що зумовлює потребу з боку держави більш активно, ніж раніше, застосовувати інституціональні і регулятивні важелі[5].

Отже, всі перераховані фактори є об'єктивно існуючими на сучасному етапі і здійснюють вплив на формування ціни на ринку цінних паперів. Але

---

[1] *Гальчинський А.С.* Економічна методологія. Логіка оновлення : курс лекцій / А.С. Гальчинський. – К. : АДЕФ-Україна, 2010. – С. 84.

[2] *Красавина Л.Н.* Проблемы конкурентоспособности российского финансового рынка в условиях глобализации экономики: вопросы теории / Л.Н. Красавина // Научный альманах фундаментальных и прикладных исследований «Деятельность банков на финансовом рынке: российская практика и мировой опыт». – М. : «Финансы и статистика». – 2007. – С. 26.

[3] Сутність концепції раціональності пов'язана в її методологічному аспекті з принципом упорядкованих послідовностей.

[4] *Базилевич В.Д.* Метафізика економіки : монографія / В.Д. Базилевич, В.В. Ільїн. – К. : Знання, 2007. – С. 105.

[5] *Лук'янов В.С.* Сучасні фінансові ринки : монографія / В. С. Лук'янов. – К. : Знання, 2013. – С. 352.

поряд з ними існують суб'єктивні фактори, які здійснюють вплив саме на відчуваєму цінність фінансового товару, на готовність інвестора вкладати кошти і інші. В даному випадку виникає необхідність говорити про механізми поведінки споживачів, насамперед психологічне сприйняття ціни і дохідності, від чого залежить еластичність попиту[1] (3.2.):

$$\left|E_p^D\right| = \frac{\Delta Q}{\Delta P} \cdot \frac{P_1}{Q_1} = \frac{Q_2 - Q_1}{P_2 - P_1} \cdot \frac{P_1}{Q_1}, \qquad (3.2)$$

де $\mathbf{E_p^D}$ – коефіцієнт лінійної еластичності попиту за ціною[2];

$\Delta\mathbf{Q}$ – приріст (зміни) попиту;

$\Delta\mathbf{P}$ – приріст (зміни) ціни.

Загалом, описана в мікроекономіці залежність попиту від ціни D=f (P) показує вплив ціни на інтенсивність попиту. Еластичність попиту по ціні виступає в якості показника ступеня цієї залежності. Залишається лише визначити «рушійну силу» поведінкової мотивації споживача, тобто ключові фактори.

На думку Енджела Блекуела, Мініарда ключові фактори, які здійснюють вплив на поведінку споживачів, можливо об'єднати в чотири категорії: мотиваційні, когнітивні, особисті і ситуаційні, що відповідає загальним підходам до вивчення поведінки споживачів. Поєднання цих факторів спроможне здійснювати найрізноманітніші ефекти[3]. Особливо часто наводиться класичний перелік «ефектів», запозичений із ранніх видань книги авторів Т.Негла і Р.Холдена «The Strategy and Tactics». За однією із версій[4] до переліку факторів, які впливають на еластичність попиту по ціні, включені наступні: «ефект референтної ціни», «ефект складності порівнянь», «ефект витрат переключення», «ефект «ціна-якість», «ефект витрат», «ефект кінцевої вигоди», «ефект узагальнення витрат», «ефект справедливої ціни», «рамковий ефект».

Допрацювавши погляди зарубіжних авторів, російський вчений І.В.Гладких[5], який досліджував цінові стратегії компанії, розширив перелік «ефектів» таким чином: «ефект терміновості покупки», «ефект недооцінення вигоди», «ефект звички споживання», «ефект дотримання процедур», «ефект цінової лінії». В результаті автор приходить до висновку, що такий перелік можливо продовжувати, але слід зважувати на те, що деякі із названих ефектів діють лише при визначених умовах і можуть бути значимі лише для конкретного бізнесу. На нашу думку, для потреб ціноутворення на ринку цінних паперів методологічно більш правильно не орієнтуватися на деякий

---

[1] Еластичність попиту – це ступінь його реакції на зміну ціни. Вона показує як зміниться попит при зміні ціні.

[2] Коефіцієнт лінійної еластичності попиту за ціною характеризує чутливість попиту до цінових змін і показує, на скільки відсотків зміниться обсяг попиту на товар при зміні його ціни на 1%.

[3] *Гладких И.В.* Ценовая стратегия компании: ориентация на потребителя : монография / И.В. Гладких ; Высшая школа менеджмента СПбГУ. – СПб. : Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2013. – С.156.

[4] *Nagle T.T.* The Strategy and Tactics of Pricing: A. Guide to More Profitably / T.T. Nagle, J.E. Hogan. – [4th ed.]. – New Jersey : Pearson/Prentice-Hall, 2006. – P. 147.

[5] *Гладких И.В.* Ценовая стратегия компании: ориентация на потребителя : монография / И.В. Гладких ; Высшая школа менеджмента СПбГУ. – СПб. : Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2013. – С.156.

«набір зазначених ефектів», а проводити аналіз та маркетингові дослідження процесу створення цінності і її сприйняття споживачем цінних паперів забезпечивши індивідуальний підхід до конкретної ціни. Так, наприклад при біржовому ціноутворенні дія «ефекту дотримання процедур» може бути визначальною, оскільки для біржового ціноутворення характерними є перелік процедур ціноутворення. Для споживачів ринку цінних паперів дотримання процедур у біржовому ціноутворенні є індикатором справедливої ціни, яка менше чутлива до зміни цін. Крім цього, дотримання процедур може сприйматися як необхідна умова формування тієї ціни, яка відображає сучасний стан ринку і справедливу організацію обміну.

Загалом розвинений ринок цінних паперів є вагомою інвестиційною складовою фінансового ринку. За своєю суттю та механізмами ціноутворення ринок цінних паперів є дуже чутливим барометром стану економіки. За сприятливого інвестиційного клімату ринок цінних паперів виступає основним двигуном для національної економіки, оскільки через ринок цінних паперів акумулюються грошові нагромадження кредитно-фінансових інститутів, корпорацій, підприємств, держав, приватних осіб і спрямовується на виробниче та невиробниче вкладення капіталів.

На сучасному етапі розвитку економіки світова економічна криза загострила проблеми національних економік, посилила соціальні протиріччя і сприяла ще більшому розриву у суб'єктів в частині рівня їх життя та інвестиційного потенціалу. Адже рівень добробуту населення завжди був і є визначальним фактором ціноутворення на ринку цінних паперів. Навіть історія створення ринку цінних паперів пов'язана саме з фактом досягнення відповідного рівня життя населення. Так, у Європі історично формування ринку цінних паперів відносять до початку XX століття, до так званих років економічного зростання, коли почав формуватися середній клас, який почав вкладати свої заощадження в цінні папери. Про це свідчить загальна статистика міжнародного ринку цінних паперів того часу, коли загальна кількість інвесторів налічувала близько 20 млн. осіб, що сприяло в подальшому розвитку ринків цінних паперів окремих країн (табл. 3.4)

Таблиця 3.4

Структура індивідуальних інвесторів на ринках цінних паперів основних країн у 1910 році

Країна	Населення країни, млн. осіб	Кількість індивідуальних інвесторів, млн. осіб	Частка індивідуальних інвесторів, %
1	**2**	**3**	**4**
Англія	42.5	4.8	10.6
США	76.1	4.2	5.52
Франція	39.3	3.6	9.17
Німеччина	60.5	3.2	5.28
Австро-Угорщина	52.8	0.8	1.5
Італія	35.6	0.4	1.1
Японія	50.4	0.4	0.79
Росія	171	1.0	0.58

Продовження таблиці 3.4

1	2	3	4
Інші країни	-	1.6	-
Всього	-	20.0	-

Джерело: складено за даними[1].

Росія за кількістю індивідуальних інвесторів посідала в цьому списку п'яте місце. Це пояснювалося тим, що XIX століття характеризувалося відносно спокійним періодом в Європі (від закінчення Наполеонівських війн і до першої світової війни), і в цей час виникли сприятливі умови для міграції населення інших країн в Росію. В цей час відбувся також прилив іноземного капіталу – в 1914 році : 40% акціонерного капіталу в промислових компаніях Росії належало іноземцям.[2] Багато на той час країн-рецепієнтів інвестицій, в яких іноземними інвесторами був вкладений капітал (Австралія, Канада, Японія) стали на сучасному етапі самостійними учасниками світового ринку цінних паперів. У кінці XIX століття російські вчені констатували факт недосконалого розвитку ринку цінних паперів Росії і пов'язували його з низьким рівнем добробуту нації. Так, Б.Альохін [3] в своїй праці «Ринок цінних паперів» одним із основних факторів, який впливає на формування попиту на ринку цінних паперів, називає дійсно рівень життя нації і кожного громадянина окремо: чим вище рівень життя, тим більше, при рівних інших умовах, громадяни купують цінні папери. Однак в Російській імперії розвиток ринку цінних паперів припинився в 1917 році, оскільки її економічний розвиток стала визначати планова економіка.

Україна в 1991 році ставши самостійною державою, маючи спадщину соціалістичного укладу в економіці, по-суті, розпочала відродження власного ринку цінних паперів. За усталеною думкою Б.М.Ческідова[4], український фондовий ринок ще й нині відноситься до моделі з недостатньо розвиненим капіталом, який функціонує в умовах транзитивної економіки, що, по-суті, і визначає деякі особливості формування попиту на вітчизняному ринку цінних паперів.

Сучасні макроекономічні передумови формують і інші фактори впливу на ціни ринку цінних паперів. На нашу думку, до стратегічно важливих факторів впливу на ціни ринку цінних паперів є фундаментальні фактори, які

---

[1] *Michie R.* The London Stock Exchange / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2004. – P. 4; Населення Австро-Угорщини. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.coinshome.net/uk/country-details.htm?id=eEx_AAEBtAoAAAElGsqJ4Hjd. – Назва з титул. екрану; Італія: демографічна ситація. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.geograf.com.ua/italy/536-italy-population. – Назва з титул. екрану; Населення Япінії: кількість, густота, демографічна ситація. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.geograf.com.ua/japan/643-japan-population-number-density. – Назва з титул. екрану.;

[2] *Lohr E.* Nationalizing the Russian Empire. The Campaing against Enemy Aliens during World War / E. Lohr. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2003. – P. 24.

[3] *Алехин Б.* Рынок ценных бумаг / Б. Алехин // Народный депутат. – 1990. – №3. – С.29–34.

[4] *Ческидов Б.М.* Методология моделей рынков ценных бумаг : общественно-политическая література / Б.М. Ческидов // Финансы и кредит. – 2004. – № 21. – С. 36–39.

поділяються на внутрішні і зовнішні. Розділяючи думку Я.М. Міркіна[1], ми класифікували найважливіші фундаментальні фактори впливу на ціни ринку цінних паперів (додаток Б). Внутрішніми слід визнати ті фактори, які впливають на ціни внутрішнього ринку цінних паперів і залежать від економічної політики держави, організації і ступеня розвитку національного фінансового ринку та ринку цінних паперів і які реалізуються на макро-, мікро- і мезорівнях. До зовнішніх факторів належать фактори, пов'язані з функціонуванням світового фінансового ринку та ринку цінних паперів, та які продукуються довгостроковими циклами світової економіки, взаємопов'язаністю ринків, взаємозалежністю світових фінансових ринків, тощо. Фундаментальні фактори займають чільне місце в системі факторів,які здійснюють вплив на ціни ринку цінних паперів (рис. 3.7.).

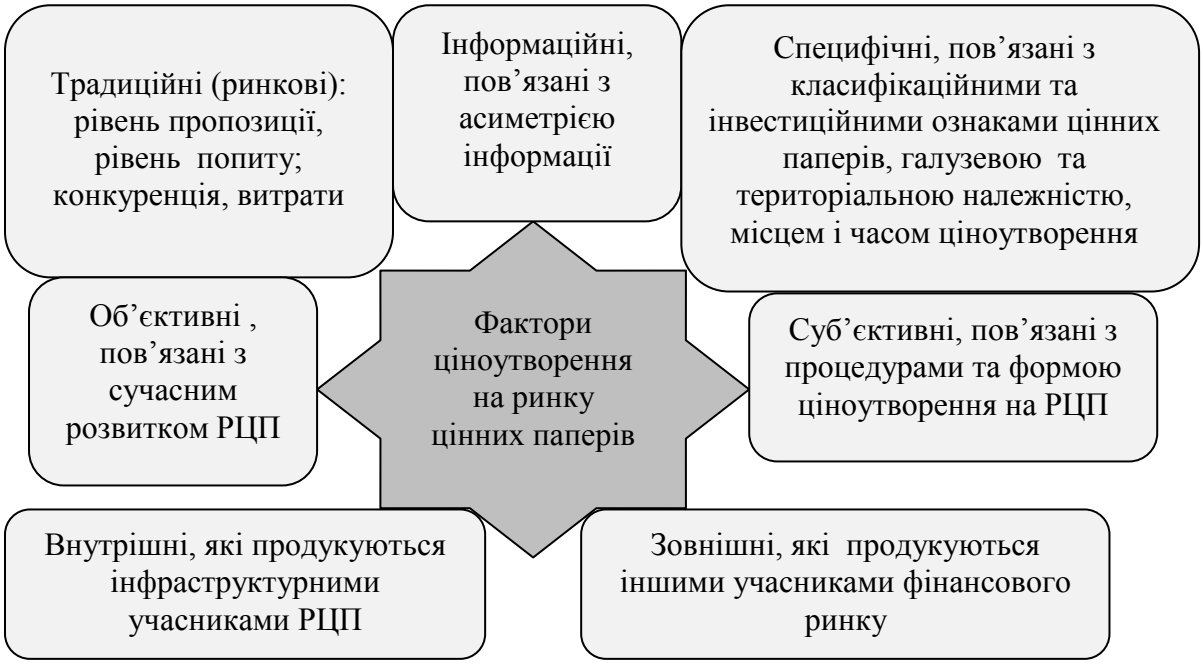


Рис. 3.7. Система факторів впливу на ціноутворення ринку цінних паперів

Джерело: побудовано автором за даними *Ткаченко С.* Оцінка стану і перспективи розвитку фондового ринку України // Вісник НБУ. – 2010. – №8. – С.44-50; *Оскольський, В. В.* Ринок цінних паперів України : погляд через призму діяльності Української фондової біржі [Текст] / В. В. Оскольський. – К.: УФБ, 2001. – 216 с.

На ціноутворення на ринку цінних паперів здійснюють також вплив традиційні (ринкові) фактори (рівень попиту і пропозиції, конкуренція, витрати) і специфічні (тип, вид, різновид, термін обертання, інвестиційні якості цінних паперів; рейтинг і ділова репутація, галузева належність і територіальне

[1] *Миркин Я.М.* Российский рынок ценных бумаг (Влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития) : дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Яков Моисеевич Миркин; Финансовая академия при Правительстве Российской федерации. – М., 2003. – С. 381.

місцезнаходження емітента; інвестиційний клімат і інвестиційне наповнення сегменту ринку; вид фондових операцій; місце і час ціноутворення)[1].

Найбільш важливим фактором ціноутворення на ринку цінних паперів є кон'юнктурний фактор (фактор співвідношення попиту і пропозиції на цінні папери). Попит – це потреба в цінних паперах, підкріплена купівельною спроможністю. Попит на цінні папери залежить від сукупності ознак цінного паперу, які забезпечують інвестору великий дохід за даною ціною порівняно з альтернативним вкладенням в банки, нерухомість, дорогоцінні метали та ін. На зміну в попиті конкретних цінних паперів впливають зміни в котируваннях, ознаки маржинальності цінного папера та рівень дивідендних доходів на акції[2]. В економічно розвинених країнах пропозиція на ринку цінних паперів представлена широким асортиментом цінних паперів, таких як акції, облігації, деривативи інші. При цьому слід зазначити, що при формуванні цін вони певною мірою виступають і товарами-субститутами. І всі, майже без виключення, затребувані ринком. На жаль, на українському ринку цінних паперів значна частина пропозиції цінних паперів не користується попитом. Головною відмінністю національного ринку цінних паперів є те, що торговці цінними паперами ведуть торгівлю один з одним, і продають папери із власних запасів, і тим самим одночасно формують попит і пропозицію по одному і тому ж цінному паперу. На відміну від українського, на розвинених ринках – суб'єкт ринку виконує, як правило тільки одну функцію: формує попит або пропозицію.

Попит на ринку цінних паперів формують інвестори – організації й громадяни, що мають вільні грошові заощадження й готові використовувати їх для купівлі цінних паперів. Основним фактором, який формує попит на ринку цінних паперів, як уже зазначалося, є рівень життя населення. Складність у формуванні попиту на цінні папери пояснюється тим, що приватні інвестори психологічно не дуже готові до операцій на ринку цінних паперів, а інституціональні інвестори в більшості надають перевагу акумулюванню і розміщенню коштів на рахунках в комерційних банках, та те, що поки ні страхові компанії, ні пенсійні фонди не займаються на ринку України інвестиційною діяльністю в широкому розумінні.

Взаємодія попиту і пропозиції приводить у рівновагу ринкові ціни як на біржовому, так і на позабіржовому сегменті ринку цінних паперів. Порушення рівноваги призводить до накопичування дисбалансів та провокування кризових явищ в економіці. Описуючи кризові явища в економіках країн Азії 1992-1997 років, Н.Кравчук[3] зазначає: «… накопичення низки системних дисбалансів призвело до послідовного розвитку таких подій: у результаті дисбалансу попиту і пропозиції ціни почали падати, а дебіторська заборгованість зростати-

---

[1] Финансовый маркетинг: теория и практика : учебник / [О. А. Артемьева, С. В. Карпова, Б. С. Касаев и др.] ; под общей ред. С. В. Карповой. – М. : Юрайт, 2013. – С. 310-311.

[2] Финансовый маркетинг: теория и практика : учебник / [О. А. Артемьева, С. В. Карпова, Б. С. Касаев и др.] ; под общей ред. С. В. Карповой. – М. : Юрайт, 2013. – С. 287.

[3] *Кравчук Н.Я.* Дивергенція глобального розвитку: сучасна парадигма формування геофінансового простору : монографія / Н.Я. Кравчук. – К. : Знання, 2012. – С.359.

збільшився попит на короткострокові кредити, що призвів до стагнації кредитних ринків – банки зайняли вичікувальну позицію, а корпорації втратили доступ до джерел фінансування – дохідність за корпоративними облігаціями стрімко зросла, провокуючи ризик дефолту – компанії почали розпродаж активів, у результаті чого ринок піддався панічним настроям – відбулося падіння цін на активи, дестабілізувалися ціни на нерухомість, відбулося падіння попиту, скорочення споживчих витрат, різко скоротилися обсяги інвестицій-наступила рецесія, у результаті чого ринок позбавився наслідків чергової спекулятивної «бульбашки».

Такі трендові зміни в світових цінах зазвичай присутні завдяки конкурентному середовищу. Тому в умовах глобальної конкуренції та відкритості економік і виникає ризик накопичення системних дисбалансів у слабо розвинених секторах. Конкуренція впливає на рівень цін з тенденцією до зниження (при монопольному становищі на ринку) чи з тенденцією на підвищення (при наявності монопсонії[1] на ринку).

Що стосується фактора витрат, то він на ринку цінних паперів виникає на всіх стадіях обігу цінних паперів і в узагальненому вигляді до факторів витрат слід віднести: витрати на емісію; маркетингові витрати; витрати на проведення конкретних фондових операцій; оплату послуг посередників; витрати, пов'язані з оподаткуванням операцій, так звані транзакційні витрати. Наразі транзакційні витрати включають витрати на пошук потенційних контрагентів та їх селекцію, на проведення переговорів, укладання і виконання контрактів, передавання атрибутів права власності на фінансові інструменти тощо[2].

Специфічні фактори здійснюють різноспрямований вплив на різні види цін. Наприклад, тип, вид, різновид цінного паперу і строк обертання в основному враховуються при визначенні її номінальної ціни. Інвестиційні якості цінного паперу мають визначальне значення при встановленні її емісійної ціни. Узагальнивши думки вітчизняних та російських учених[3], нами систематизовані специфічні фактори ціноутворення у взаємозв'язку з видами цін, які використовуються на ринку цінних паперів (табл. 3.5.)

---

[1] Монопсонія означає значну кількість на ринку однотипних інвесторів. Для ринку цінних паперів України є характерним одночасна наявність і монополії емітентів, і монопсонії інвесторів).

[2] *Коваленко Ю.М.* Інституціоналізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю.М. Коваленко ; Національний університет ДПС України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С.303.

[3] *Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции / Б.И. Алехин. – Самара : Самвеп, 1992. – 160 с.; *Жуков Е.Ф.* Ценные бумаги и фондовые рынки / Е.Ф. Жуков. –М. : Банки и биржи, 1995. – 441 с.; *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин. – М. : Перспектива, 1995. – 512 с.; *Мозговий О.М.* Фондовий ринок : навч. посіб. / Мозговий О.М. – К. : КНЕУ, 2008. – 316 с.; *Оскольський В.В.* Ринок цінних паперів України : погляд через призму діяльності Української фондової біржі / В.В. Оскольський. – К. : УФБ, 2001. – 216 с.

Таблиця 3.5

Специфічні чинники впливу на ціни у взаємозв'язку з характерними ознаками ціноутворення на ринку цінних паперів

Специфічні чинники впливу на ринкову ціну	Вид ціни	Характерні ознаки
Вид(різновид) тип, термін обертання фінансового інструменту	Номінальна	Встановлюється при випуску (емісії), фіксується в проспекті емісії та на бланку цінного паперу при документарній формі випуску
Умови розміщення цінного папера,,обсяг емісії, інвестиційні якості фінансового інструмента	Емісійна	Є ціною розміщення випуску цінних паперів, в окремих випадках може прирівнюватися до номінальної ціни
Рейтинг, ділова репутація, галузева належність і територіальне місцезнаходження емітента, місце і час торгів, біржова кон'юнктура, вид біржової угоди	Біржова	Визначається на біржі в процесі торгів: фіксується максимальна і середня ціна біржових угод.
Інвестиційний клімат і інвестиційний обсяг ринку	Ринкова (курсова)	Відображає співвідношення попиту і пропозиції; розраховується як середня по здійснених операціях на вторинному ринку цінних паперів
Стан фінансового стану підприємства-емітента; вид фінансового інструмента	Балансова	Визначається на підставі даних балансу шляхом ділення загальної вартості майна підприємства на число акцій або суми позики на число облігацій
Час реєстрації, місце реєстрації	Облікова	Є фіксованою ціною, так як використовується при реєстрації (обліку) угод з цінними паперами на вторинному ринку цінних паперів
Дисконтна ставка, умови інвестування	Поточна (дисконто-вана)	Ціна на поточний момент часу : визначається з урахуванням дисконтних множників, норм інвестування
Вид, тип фінансового інструмента	Базисна	Використовується як фіксована ціна в контрактах на цінні папери

Джерело: складено автором за даними *Павліха Н.В*. Коливання курсів цінних паперів на фондових біржах: змістовна характеристика та фактори впливу (на прикладі США) / Н. В. Павліха, О. В. Амброзяк // Науковий вісник Волинського національного університету імені Лесі Українки. Розділ ІІ. Зовнішня політика країн світу і міждержавні відносини. – №6 – 2008. – С. 69-74.; *Стирський, М. В.* Аналіз короткострокових факторів курсоутворення на ринку акцій України [Текст] / М.В. Стирський // Фінанси України. - 2006. - №11. - С. 58; Thomsett, M. C. Mastering Fundamental Analysis: How to Spot Trends and Pick Winning Stocks Like the Pros. [Текст] / – Dearborn Financial Publishing, Inc., 1998. p. 256.

Суттєвий вплив на ціни ринку цінних паперів здійснює також інформація та інформованість учасників. У теорії інформаційного суспільства розглядається проблема зменшення значення бюрократичного управління, і працівники при виконанні своїх основних функцій стають більш самостійними, а кожна організаційна одиниця становить окремий модуль, спрямований на

вирішення конкретного завдання. Змінюється система цінностей, і провідного значення набуває вирішення не тільки економічних, а й соціальних проблем… Нарешті, зростають взаємопереплетення і взаємодія економічних процесів у світовому масштабі, таким чином, зростає роль національного регулювання і наднаціональних інститутів[1]. Отже, значимість інформації для прийняття рішень не потребує якогось особливого обґрунтування. Проте інформованість економічних агентів та інформаційне забезпечення ринку цінних паперів – вельми складна проблема.

Отже, на ринку цінних паперів у процесі визначення ціни та її реалізації існує система впливу взаємопов'язаних факторів, які поділяються на об'єктивні та суб'єктивні; внутрішні і зовнішні; традиційні і специфічні. Особливу групу факторів складають інформаційні фактори, які пов'язані з наявністю асиметрії інформації на фінансовому ринку та призводять до ризиків в ціноутворенні.

3.3. Роль фінансового посередництва у процесах ціноутворення на ринку цінних паперів

Головним завданням, яке стоїть перед економікою країни, є забезпечення економічного зростання реального сектору. Світовий досвід показує, що досягнення цього завдання, значною мірою, залежить від процесу ефективного залучення, акумулювання інвестицій та використання інновацій. У сучасних умовах розвиток інвестиційної активності, запровадження інноваційних продуктів передбачає активне використання різних механізмів із залученням довгострокового фінансування. Одним із них є механізм фінансового посередництва. Це спонукає до необхідності розгляду нових форм фінансової інтермедіації на фінансовому ринку, здатних диверсифікувати, страхувати ризики, знижувати транзакційні витрати, тощо.

У визначенні ролі фінансового посередництва в ціноутворенні, насамперед, необхідно апелювати до теорії агентства (agency theory)[2]. Теорія агентства бере свій початок з 60-х років, коли з'явилися перші дослідження, присвячені проблемі розподілу (sharing) ризиків між окремими особами або групами осіб, які в силу своїх інтересів і цілей змушені були взаємодіяти або «кооперуватися». Мова йде про ситуацію, коли одні учасники ціноутворення делегують виконання певних функцій іншим, наймають їх або «контрактують» їх на виконання робіт або надання послуг. Тобто виникають так звані агенти, які виконують не прямі, а опосередковані функції в ціноутворенні.

Теорія агентства розглядає дві ключові проблеми: проблему посередництва (agency problem) і проблему розподілу ризику (problem of risk sharing). Перша проблема обумовлена відмінностями цілей агента і принципала.

---

[1] *Козловськи П.* Этическая экономия как синтез экономической и этической теории / П. Козловски // Вопросы философии. – 1996. – № 8. – С. 66.

[2] Під поняттям «agency» в даному випадку слід розуміти не організацію, установу чи інститут, а процес, дію, а ще точніше – сприяння в чому-небудь і кому-небудь.

Друга проблема витікає з відмінностей у відношенні до ризику, що зумовлює і відмінності в прийнятті рішень агента і принципала. Основну тезу у вирішенні другої проблеми слід шукати в недосконалості і неповноті інформації, згідно з якою агент, що володіє інформацією і готовий нести тягар невизначеності, допомагає принципалу так розподілити капітал і заощадження, щоб оптимізувати витрати. Таким чином, створюється суперечність інтересів агента (виконавця) і принципала (замовника). Ця суперечність зустрічається скрізь: в економіці, фінансах, маркетингу. Особливо вона простежується в переростанні історичних відносин зобов'язань в ієрархічні відносини боргу. По суті цю суперечність, яка реалізується через механізм ціноутворення (попит і пропозицію), можна вважати рушійною силою в діяльності фінансового підприємництва. Роль і функції фінансових посередників дуже логічно доповнюються тими "кооперативними" ситуаціями і стратегіями поведінки економічних агентів, які докладно описує зазначена теорія. Вона пов'язує процес об'єднання приватних продуктів у загальнодержавний продукт та оптимізує економічну поведінку суб'єктів в умовах невизначеності відповідно до їх сподівань, мотивації, наявної інформації. Відмінність теорії агентства від теорії економічного добробуту полягає у наступному: якщо теорія економічного добробуту наголошує на подоланні тягаря невизначеності, то теорія агентства показує, що саме відбувається в процесі такого подолання, які тут виникають конфлікти і проблеми і як вони можуть бути вирішені.

На сучасному етапі розвитку економічної думки теорія агентства є, мабуть, єдиною теоретичною моделлю, яка описує тонкощі і конфлікти взаємовідносин посередництва взагалі, в тому числі і посередництва фінансового. Загалом теорія фінансового посередництва, з хронологічної точки зору, має досить коротку історію, яка швидко розвивається. Історичні аспекти її розвитку базуються на наступних теоретичних постулатах (табл. 3.6).

Таблиця 3.6

Базові постулати в теорії фінансового посередництва

Основний постулат	Форма посередництва	Представники
1	**2**	**3**
Теорія «агентських відносин»		
Функціональний ризикоорієнтований підхід	У взаємовідносинах принципала і агента трансформуються ризики	К.Маркс., Д.В.Сухоруков
Теорія «нових комбінацій »		
Комбінація продуктів-отримання новацій	Фінансові посередники є посередниками у створенні новацій	Й. Шумпетер (*J. A. Schumpeter)*
Неокласична теорія фірми		
Інституційний підхід спрямований на оптимізацію витрат	Фінансовий посередник-фінансовий інститут (підприємство)	Д. Белл (*Daniel Bell*), Л. Клейн (*Lawrence Robert Klein*), Дж. Кларк (*John Maurice Clark)*

Продовження таблиці 3.6

1	2	3
Портфельна теорія (*mean-variance analysis)*		
Ризикоорієнтований підхід при розміщенні та реалізації активів	Фінансовий посередник – інвестиційний посередник, андерайтер	Г. Марковіц (*Harry Max Markowitz*), К Коен (*K. J. Cohen),* Ф. Хаммер *(F. S. Hammer*), У. Шарп (*William Forsyth Sharpe*)
Теорія фінансового посередництва		
Класичний підхід : зниження ризиків за рахунок об'єднання активів та економія витрат	Фінансовий посередник	Джон Г.Герли (*John G. Gurley*), Эдвард С. Шоу (*Edward S. Shaw*), Джеймс Тобин (*James Tobin*
Транзакційний підхід: зниження транзакційих витрат за рахунок створення особливих фінансових продуктів	Фінансовий посередник	Дж. Дж. Бенстон (*Gerge J. Benston)*, К. Смит *(Clifford W. Smith)*
Інформаційно-транзакційний:мінімізація витрат за рахунок вдосконалення інформаційної складової	Інформаційний Посередник	Хейн Е. Лилэнд (*Hayne E. Leland*), Дэвид Х. Пайл (*David H. Pyle*)
Розвиток теорії фінансового посередництва		
Функціонально-логістичний підхід: виконання посередницьких функцій в процесі обігу фінансових інструментів на фінансовому ринку	Фінансовий та торговий посередник в ціноутворенні на фінансовому ринку	Авторський підхід

Джерело: складено автором за даними *Корнєєв В. В.* Фінансові посередники як інститути розвитку: монографія / В. В. Корнєєв. – К.: Основа, 2007. – 192 с.; *Тропіна В. Б.* Фінансові посередники: основні тенденції розвитку в Україні / В. Б. Тропіна, Л. В. Лисяк // Економічний простір. – 2011. – № 50. – С. 178–184.; *Diamond, D.,* 1984. Financial intermediation and delegated monitoring. Review of Economic Studies 51, 393±414.*; Cohen K.J.* Linear programming and Optimal Bank Asset Management Decisions / K.J. Cohen, F.S. Hammer // Journal of Finance. – 1967. – May. – P. 147–168.; *GORTON G., G. PENNACCHI* (1990) "Financial Intermediaries and Liquidity Creation", Journal of Finance 45 (1) pp. 49-71.

Якщо узагальнити всі основні течії (підходи) щодо поглядів на інститут фінансового посередництва, то слід зазначити, що інститут фінансового посередництва вносить свій вагомий вклад в розвиток та оптимізацію процесів ціноутворення на фінансовому ринку. Але при цьому ми не маємо на меті проведення повного історичного дослідження заявлених економічних концепцій, які стосуються розвитку і впливу на економічне зростання всього фінансового ринку та розвиток ринку цінних паперів зокрема. Ми окреслюємо завдання в частині дослідження трансформацій функцій фінансового посередництва та банків, зокрема як торгових та фінансових посередників у

ціноутворенні на основні та похідні фінансові інструменти ринку цінних паперів з метою розробки нових концепцій (парадигм) в теорії ціноутворення на ринку цінних паперів. Особлива увага до ролі банківських установах у процесах ціноутворення на ринку цінних паперів обумовлена тим, що система фінансового посередництва в Україні є банкоцентричною, що робить банки найвпливовішими фінансовими посередниками.

Фундаментом теорії фінансового посередництва слід вважати праці Дж. Г. Герлі (*John G. Gurley*), Эд. С. Шоу (*Edward S. Shaw*) и Джеймса Тобіна (*James Tobin*). Проте передували дослідженням зазначених економістів ще у 1912 році праці австрійського вченого-економіста Йозефа Шумпетера (*Joseph Alois Schumpeter*), зокрема його праця «Теорія економічного розвитку»[1], де була представлена гіпотеза «нових комбінацій», яка передбачає комбіновані продукти за рахунок надання банківських кредитів. Посередницькі функції банків він вбачає у реалізації новацій: при цьому банк є посередником між тими, хто намагається реалізувати новації і між тими, хто може надати на це фінансові ресурси.

Головною функцією фінансового посередника, у т.ч. і банку, в цьому процесі є стимулювання підприємницької діяльності та формування платоспроможного попиту. Пізніше Й. Шумпетер відводить фінансовим посередникам в особі банків більш важливу роль, пов'язуючи надання кредиту з прискоренням економічних процесів, ототожнюючи їх діяльність з «капіталістичним двигуном»[2]. Дж. Г. Герлі і Э. С. Шоу пов'язували фінансове посередництво з випуском боргових цінних паперів в одному місці економічної системи і відповідним приростом фінансових активів іншому. Тобто наголошували на «інституціоналізації заощаджень і інвестицій….». Крім цього, вони зробили акцент на важливість трансформації функцій фінансових посередників у зв'язку з економічним розвитком: « економічний розвиток стримується, якщо фінансові посередники не розвиваються і доступне тільки пряме фінансування і самофінансування[3].

Згодом, в 70-80 роках XX століття в рамках традиційної теорії фінансового посередництва з'являється новий напрям, який характеризується зниженням транзакційних витрат та підвищенням ролі інформації в умовах асиметрії інформації на фінансовому ринку.

Актуальність використання інформації на фінансовому ринку не викликає сумніву. Стійкий стан асиметрії інформації на фінансовому ринку спонукає учасників ціноутворення: по-перше, оволодіти знаннями і інформованістю для подолання ризику, допомагає усунути невизначеність в інвестиційних транзакціях; по-друге, посилює їх конкуренцію за результат і за утримання цього результату; по-третє, – змушує учасників ціноутворення думати,

---

[1] *Шумпетер Й.А.* Теория экономического развития / Й.А. Шумпетер. – М.: Прогресс, 1983. – С. 159.

[2] *Schumpeter J. A.* Business cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Anal-ysis of the Capitalist Process / J. A. Schumpeter. – New York, Toronto, London : Mc Graw-Hill Book Company, 1939. – P. 269.

[3] *Gurley J.G.* Financial Aspects of Economic Development / J.G. Gurley, E.S. Shaw // American Economic Review. – 1955. – Vol. 45. – № 4 (Sep.). – P. 515.

аналізувати, спекулювати. Крім цього, це дає можливість створювати і розвивати нові продукти.

Таким чином, асиметрія інформації є також потужним імпульсом виникнення та еволюції фінансового посередництва, оскільки його економічна функція якраз побудована на володінні особливими знаннями та вмінні ними користуватися, чого позбавлений рядовий власник заощаджень. Проте відносини при обміні інформацією на фінансовому ринку часто виявляються досить заплутаними і драматичними. Перш за все, це обумовлено нерівномірним розподілом інформації серед учасників ринку. Звичайно, фінансовий ринок не позбавлений і фіктивної інформованості, яка час від часу охоплює учасників ринку і вводить їх в оману. Рішення, прийняті в такому стані досить часто супроводжуються фатальними помилками. Якщо в такому стані знаходитися занадто довго, то це призведе до спотворення орієнтирів очікуваних доходів по всьому ринку і деформації функцій фінансового посередництва, перетворивши його з амортизатора невизначеності в каталізатор системних ризиків. Більшість сучасних досліджень сутності фінансового посередництва лежать у площині інституціонального та функціонального підходів.

Поєднання цих підходів дозволяє дослідникам формулювати визначення фінансових посередників у широкому розумінні, як фінансові інститути(установи (банківські, не банківські) чи окремих фінансові організації (кредитні, не кредитні)), які ведуть самостійну фінансову діяльність на фінансовому ринку, надаючи послуги. Так, в українському фінансовому словнику фінансові посередники (Financial intermediaries) визначаються як «сукупність фінансових установ (банків, страхових компаній, кредитних союзів, пенсійних фондів і т.д.), функції яких полягають в акумулюванні ресурсів громадян і юридичних осіб з подальшим їх наданням на комерційній основі в розпорядження позичальників»[1].

Ідентичної точки зору дотримуються зарубіжні вчені, які також розглядають фінансових посередників, насамперед як інститути у вигляді банку, страхової компанії, інвестиційних фондів і кредитних спілок, які акумулюють грошові кошти населення і юридичних осіб і які мають на меті їх інвестувати в економіку[2,3]. Функціональний підхід у розумінні фінансового посередництва в свій час був обґрунтований К.Марксом у процесі суспільного поділу праці, коли операції з купівлі-продажу виокремлюються, перетворюючись із другорядної функції деяких виробників у виключно функцію особливих агентів обігу. При цьому К. Маркс розмежував «функцію покупця і функцію зберігання, відвантаження, перевозки, групування та розробки товарів», вважаючи, що результати першої є складовою вартості, а

---

[1] *Загородній А.Г.* Фінансовий словник / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк, Т.С. Смовженко. – 3-є вид, випр. і допов. – К. : Т-во «Знання», КОО, 2000. – С. 381.

[2] *Вечканов Г.С.* Микро- и макроэкономика: энциклопедический словарь / Г.С. Вечканов, Г.Р. Вечканова. – СПб.: Лань, 2001. – С. 125.

[3] *Райзберг Б.А.* Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2002. – С.315.

другої « є невиробничою працею, не створюють вартість, а є лише витратами для суспільства»[1]. Сучасні прихильники функціонального підходу наголошують на характері участі фінансових посередників у тих чи інших процесах у залежності від їх призначення та специфіки їх продукту – послуг, які вони надають.

У процесі надання фінансових послуг економічним агентам фінансові посередники приймають на себе різні види ризиків: кредитні, ринкові, ризики ліквідності, процентні, операційні і т.д. Але не всі ризики, які приймають на себе фінансові посередники, виникають в результаті їх діяльності… Багато видів ризиків передаються економічним агентам шляхом складання ціноутворення і умов договору[2]. Н.І. Баірова вважає, що «основна роль фінансових посередників у розвитку економіки держави полягає в забезпеченні ефективного функціонування механізму залучення інвестицій»[3].

З точки зору участі фінансових посередників у ціноутворенні на фінансовому ринку нам імпонує думка А.Стрельцова[4], який розглядає фінансових посередників з урахуванням сучасних особливостей функціонування фінансових ринків, тобто як механізм згладжування споживання, як пули ліквідності, як коаліцію володарів інформацією і як контролерів у системі делегованого ним моніторингу.

Фінансових посередників як невід'ємну ланку фінансового ринку розглядає М. Ю. Слободіна[5]: «сукупність спеціалізованих фінансових і інших організацій, які виконують посередницькі функції в трансформації заощаджень в інвестиційний капітал, а також сукупність при цьому встановлених «правил гри» на фінансовому ринку які включають як офіційні, установлені в законодавчому порядку звичаї ділового обігу, так і неформальні норми і правила, які склалися стихійно». При чому наявність їх підтверджує як на організованих спеціалізованих фінансових ринках, так і стихійних.

Отже, узагальнивши результати дослідження, ми дійшли висновку, що сутність і роль фінансових посередників в економіці мають такі тлумачення:

---

[1] *Маркс Карл*. Капитал. Критика политической экономии. Кн. 3: Процесс капиталистического производства, взятый в целом. / Карл Маркс ; Под ред. Ф. Энгельса. – М.: Политиздат, 1989. – Т. 3., Ч. 1. – С.480–481.

[2] *Стрельцов А.В.* Моделирование деятельности финансовых посредников : дис.... канд. экон. наук : 08.00.13 «Математические и инструментальные методы экономики» / Андрей Валерьевич Стрельцов ; Санкт-Петербургский государственный инженерно-технический университет. – СПб., 2004. – С.84.

[3] *Баирова Н. И.* Финансовые посредники в трансформации сбережений населения в инвестиционный капитал : дис.... канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Наталья Ивановна Баировна ; ГОУВПО «Волгоградский государственный университет». – Волгоград, 2006.– С.36.

[4] *Стрельцов А.В.* Моделирование деятельности финансовых посредников : дис.... канд. экон. наук : 08.00.13 «Математические и инструментальные методы экономики» / Андрей Валерьевич Стрельцов ; Санкт-Петербургский государственный инженерно-технический университет. – СПб., 2004. – С.86.

[5] *Слободина М. Ю.* Банки в системе трансформации сбережений населения в инвестиции: автореф. дис. … канд. экон. наук : спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Марина Юрьевна Слободина. – М., 2007. – С. 8.

1. Фінансове посередництво є необхідним етапом розвитку ринкових відносин, в тому числі є основою підприємництва.

2. Фінансові посередники є особливим прошарком бізнесу, який може приймати на себе ризики і надавати можливість іншим економічним агентам нівелювати його.

3. Фінансові посередники – це сукупність фінансових та інших організацій, які акумулюють і трансформують заощадження в інвестиції (тобто розглядаються як учасники фінансових ринків, які здійснюють опосередковане фінансування).

4. Фінансові посередники, в широкому розумінні, є ринкові інститути, які здійснюють або сприяють актам купівлі-продажу між безпосередніми виробниками і споживачами.

За дослідженнями сучасних учених, головною і першочерговою функцією фінансового посередництва прийнято вважати функцію перерозподілу вільних фінансових ресурсів. Під нею розуміється розподіл фінансових ресурсів між галузями економіки шляхом акумулювання коштів індивідуальних інвесторів, їх трансформації і переміщення до споживачів. Реалізація цієї функції сприяє перетворенню невеликих за розмірами заощаджень окремих учасників у капітал для довгострокового фінансування масштабних інвестиційних проектів. Це призводить до зростання обсягів інвестицій і переорієнтації капіталу із традиційних сфер у нові, що сприяє структурним змінам і інноваційному розвитку економіки[1]. Крім цього, слід виділити і специфічні функції, які виконує інститут фінансового посередництва на ринку цінних паперів:

- функцію зниження транзакційних витрат ;
- функцію перерозподілу і зниження ризиків та функцію управління ризиками за допомогою контролю і моніторингу;
- функцію зменшення асиметрії інформації;
- підвищення ліквідності цінних паперів;
- функцію забезпечення укладання угод.

Узагальнюючи підходи до сутності і ролі фінансового посередництва як класичних представників економічної науки, так і сучасних вітчизняних і зарубіжних вчених, систематизуємо їх за такими ознаками (рис. 3.6.).

Наше дослідження пов’язано з фінансовими посередниками як такими, що задіяні у процесах ціноутворення на окремих сегментах фінансового ринку та, виконуючи поряд з основними своїми функціями супутні, пов’язані з торговим посередництвом та сприяють в забезпеченні укладання угод між учасниками. Точніше, ціноутворення на ринку цінних паперів ми розглядаємо не за традиційним уявленням[2], а з урахуванням поведінки фінансових посередників. При чому участь їх в ціноутворенні розглядаємо за другою

---

[1] *Богуцкая О.А*. Подходы к определению и классификации финансового посредничества / О.А. Богуцкая // Вісник Донецького університету економіки та права. Сер.: економіка та управління: зб. наук. пр. – Донецьк: ДонУЕП, 2009. – № 1. – С. 58–65.

[2] Традиційно ціноутворення на фінансовому ринку розглядається , виходячи з загальноекономічної рівноваги без участі фінансових посередників, але не заперечується їх існування.

моделлю[1], де головну роль відіграють не банки, а фінансові ринки, які оцінюють ефективність підприємств на основі делегованого моніторингу їх ризиків[2].

Рис.3.6. Класифікація фінансових посередників на фінансовому ринку за ознаками

Джерело: побудовано автором

Тому теорію фінансового посередництва та сучасні підходи щодо її реалізації учасниками фінансовому ринку в контексті ціноутворення розглянемо через такий фінансовий інститут як сучасний банк. З однієї сторони банк як суб'єкт підприємницької діяльності проводить власну цінову політику в реалізації послуг на фінансовому ринку, а з іншої – повинен формувати власну ресурсну базу.

З позицій участі банку у процесах ціноутворення на ринку цінних паперів, слід зазначити, що сучасний банк: по-перше, може виступати андерайтером при первинному розміщенні цінних паперів (участь SEO-ціноутворенні), інвестиційним посередником, рейтинговим агентством, брокером при біржовому ціноутворенні, інфраструктурним посередником (в якості депозитарію), інформаційним посередником (бюро кредитних історій),

[1] За першою моделлю фінансові посередники фінансують економіку, трансформують грошові потоки і беруть участь в бізнесі. З цих позицій визначальну позицію на фінансовому ринку займають банки, а фінансові ринки займають другорядну позицію.

[2] *Ильина Т.Г.* Финансовое посредничество в экономике / Т.Г. Ильина // Проблемы учета и финансов. – 2011. – №4. – С. 39–42.

торговим посередником (брокером, дилером та вести розрахунки за операціями); по-друге, надавати комплекс супутніх послуг[1], пов’язаних з обігом цінних паперів (послуги з придбання/продажу цінних паперів, маржинальні послуги, консультаційні послуги, маркет-мейкерські послуги та ін.), які дозволяють оптимізувати ціноутворення на фінансові продукти.

Одним з найважливіших чинників ефективного функціонування банків є проведення ними політики в області ціноутворення. За допомогою чіткого обліку власних витрат на надання різних видів банківських продуктів та послуг та формування обґрунтованих цін на них, банки отримують можливість адекватно реагувати на мінливу кон'юнктуру ринку. В сучасних умовах процес управління цінами на банківські продукти і послуги набуває першочергового значення не тільки для поточної оперативної діяльності банку, а часто і для стратегії формування нових банківських продуктів. Крім цього, за сучасних умов розвитку банківської діяльності головне завдання полягає в пошуку шляхів мінімізації витрат, пов’язаних зі створенням і реалізацією банківських продуктів та отриманням достатніх прибутків для збереження коштів вкладників і підтримання життєдіяльності банку.

Успішне розв’язання цих складних проблеми потребує використання багатьох методів, прийомів, способів, систем та розроблення нових підходів до ціноутворення в банку. Адже в умовах гострої конкуренції, що супроводжує розвиток ринкової економіки, потрібно постійно вдосконалювати системи та форми ціноутворення на банківські продукти, швидко оволодівати нагромадженими в теорії і практиці знаннями, знаходити нові неординарні рішення в динамічній ситуації. Лише такий підхід до управління забезпечує виграш у конкретному середовищі або принаймні, нормальні умови розвитку організації.

Банківська діяльність на фінансовому ринку в цілому та ринку цінних паперів зокрема – одна з найбільш конкурентних. Успіх та життєздатність банку істотно визначаються ефективністю системи ціноутворення на банківські продукти. Система ціноутворення в банку являє собою елемент управління його діяльністю, що дає змогу керівництву банку стверджувати, що він здійснює адекватну економічним умовам і часу політику ціноутворення на банківські продукти, надані послуги.

Значимість ціноутворення в діяльності банку на сучасному етапі економічного розвитку України пов'язується з такими факторами: ціноутворення стає однією з головних проблем ринкової економіки, виступаючи в ролі її гнучкого інструменту; орієнтація на цільову спрямованість організації, орієнтованої на маркетинг; наявність проблем, пов'язаних з вільним встановленням цін (критерії та порядок утворення ціни в ринкових умовах, порядок регулювання ціноутворення з боку державних органів і т.д.); поступове зниження значимості методів цінової конкуренції в умовах глобалізації фінансових ринків, на фоні того явища, що більшість малих і середніх банків не

[1] В наукових дослідженнях цей вид послуг дістав назву РЦП-послуги (послуги, які є складовою процесів ціноутворення на ринку цінних паперів)

мають достатнього обсягу фінансових ресурсів, щоб активно використовувати методи нецінової конкуренції.

Відповідно до теорії банківської фірми банк є підприємством, перед яким стоїть завдання максимізації прибутку на основі оптимальної ефективності власної діяльності. Згадана теорія визначає наявність певних ускладнень щодо виявлення факторів ефективності діяльності банку.

Банківське ціноутворення має свої особливості, обумовлені специфікою формування та використання фінансових ресурсів. Особливості банківського ціноутворення обумовлені наступним: суб'єктивністю оцінки цінності грошей банками; специфікою банківської послуги; формою ціни на банківські продукти та послуги; специфічною діяльністю банків як фінансових посередників; впливом центрального банку; загальним обсягом і структурою грошової маси, що знаходиться в обігу; чітко вираженою сегментацією банківського ринку[1].

Ціноутворення в банківських установах ґрунтується на процесах формування цін на продукти і послуги, що характеризується відповідними формами, методами і способами встановлення цін. З огляду на це, ціноутворення в банку вимагає чіткого визначення предмета його діяльності, що призводить до необхідності визначення сутності поняття "банківський продукт", банківська послуга, банківська операція. До цього часу відсутня одностайна думка про сутність банківської операції, банківської послуги та банківського продукту, хоча наукових досліджень з цього питання проведено чимало.

Згідно з європейськими підходами, банківською продукцією вважаються послуги або операції, що здійснюються банком, його дії, спрямовані на задоволення потреб клієнтів. При цьому іноді зустрічається поєднання понять банківського продукту і банківської послуги (bank's products and services). Послугою вважаються певні дії на користь клієнтів, а продуктом – дії банку від свого імені, за свій рахунок і в своїх інтересах. На думку Ю.І. Коробова, центр управління банком перемістився з інвестиційного портфеля на забезпечення конкурентоспроможності на основі концепції маркетингу[2].

Досягнення показників надійності, ліквідності, чого вимагають регулюючі органи, було визнане необхідною, але недостатньою умовою для динамічного розвитку банку. Згідно з теорією фірми банк є підприємством, діяльність якого спрямована на максимізацію прибутку на основі оптимальної ефективності своєї діяльності, яка визначається такими факторами: витрати, економія на обсязі та наборі банківських продуктів[3].

Найбільш вузьке визначення категорії банківський продукт зводиться до окремого документа, що регулює взаємовідносини між банком та клієнтом з приводу здійснення певних дій першим на користь останнього. У найбільш

---

[1] *Кузнєцова Л.В.* Ціноутворення в банківській справі : підручник / Л.В. Кузнєцова, Л.В. Жердецька. – Одеса : Видавництво «Атлант», 2008. – С.23.

[2] *Коробов Ю.И.* Сущность банка и ее эволюция в современных условиях / Ю.И. Коробов // Банковские услуги. – 2005. – № 7. – С. 14–18.

[3] *Перехожев В.А.* Современные подходы к пониманию категорий "банковский продукт", "банковская услуга" и "банковская операція" / В. А. Перехожев // Финансы и кредит. – 2002. – № 21. – С. 23–33.

широкому розумінні банківською продукцією вважається будь-яка діяльність банку[1].

Зважаючи на множинність підходів до тлумачення понять «банківський продукт», «банківська послуга» та «банківська операція», необхідно узагальнити теоретичні підходи деяких авторів до визначення даних понять. З цих позицій особливої уваги заслуговує думка В.А. Перехожева, який на підставі систематичного аналізу досліджень з даного напрямку виділив грошовий, маркетинговий, правовий, клієнтський підхід (табл. 3.8).

Таблиця 3.8

Основні підходи щодо визначення банківського товару (послуги)[2]

Концептуальний підхід	Автори-прибічники	Основна теза підходу
Грошовий підхід	О.І. Лаврушин, Ю.В. Головін, Н.І. Биков	В основу діяльності банку покладена грошова складова, як ключова характеристика банку.
Лінгвістичний підхід (маркетинговий або індиферентний)	Е.А.Уткін, С.А. Гур'янов, Р.В. Альохін, Ю.Г. Максутов, А.В. Романов, В.Д. Маркова	В основу концепції покладений дуалістичний підхід до банківського товару (послуги), який передбачає існування двох концепцій
Правовий підхід	-	В основу покладено тлумачення банківського продукту, банківської послуги, банківської операції згідно норм чинного законодавства
Споживчий (клієнтський) підхід	Ю.І. Коробов, Ю.С. Асленченков, А.П. Мірецький.	Основну увага акцентуються на відносинах з клієнтом

Джерело: узагальнено автором за даними *Перехожев В.А*. Современные подходы к пониманию категорий "банковский продукт", "банковская услуга" и "банковская операция" [Текст] / В. А. Перехожев // Финансы и кредит. - 2002. - N 21. - С. 23-32.

Грошовий підхід об'єднує достатньо велику кількість прибічників (О.І. Лаврушин, Ю.В. Головін, Н.І. Биков та ін.), кожний з яких додає своє тлумачення до цієї концепції. На думку Ю.В. Головіна гроші – це основний ресурс, який виробляється банками відповідно до вимог економічних законів і банківський продукт можна представити як сукупність окремих елементів[3] (рис. 3.8).

---

[1] *Брегеда О.* Послуги як продукт банківської діяльності / О. Брегеда // Банківська справа. – 2003. – №6. – С. 73–79.

[2] В основу формування підходів до розуміння категорій «банківський продукт», «банківська операція» і «банківська послуга» покладене концептуальне бачення Перехожева В.А.

[3] *Головин Ю.В.* Банки и банковские услуги в России: вопросы теории и практики / Ю.В. Головин. – М.: Финансы и статистика, 1999 – С. 14.

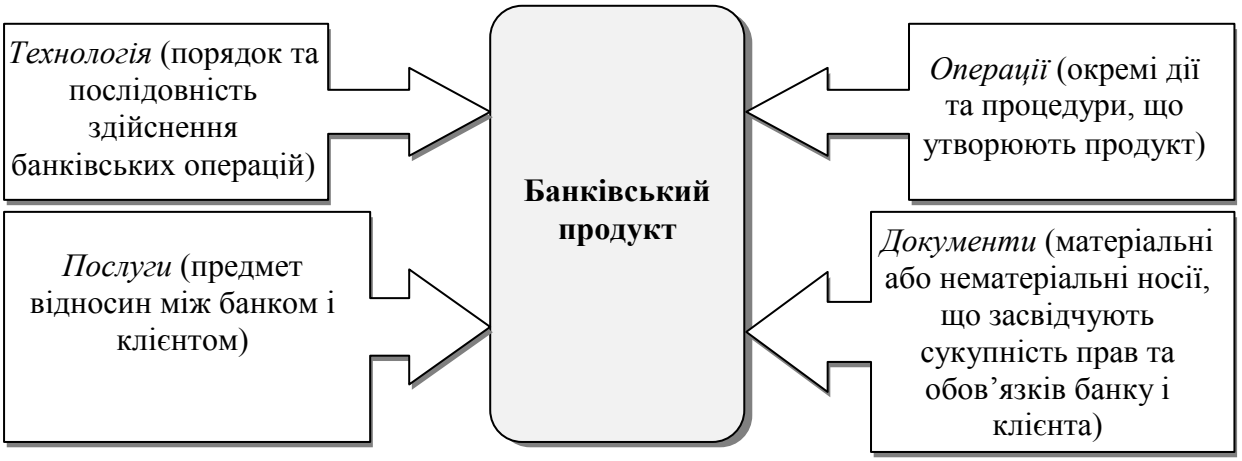


Рис. 3.8. Елементи банківського продукту (за концепцією Ю.В.Головіна)

Джерело: *сформовано на основі: Головин Ю.В.* Банки и банковские услуги в России: вопросы теории и практики / Ю.В. Головин. – М.: Финансы и статистика, 1999 – 416 с.

Дана схема свідчить про те, що кожний із наведених елементів є основою окремих характеристик банківського продукту. Так, банківська послуга визначає рівень споживчої цінності продукту; операції характеризують розмір витрат. Банківські технології впливають як на рівень споживчої вартості, так і на собівартість продукту. Водночас банківські документи відображають юридичний аспект виробництва продуктів. Отже, банківський продукт являє собою впорядковану систему елементів. О.І. Лаврушин стверджує, що банківським продуктом потрібно називати особливий товар у вигляді грошей, платіжних засобів, різного роду послуг переважно грошового характеру, конкретний банківський документ (свідоцтво), який виробляється банком для обслуговування клієнта і проведення операцій[1] та визначає банківську послугу як одну чи кілька операцій банку, що задовольняють певні потреби клієнта, а також проведення банківських операцій за дорученням клієнта на користь останнього за певну плату.

Отже, згідно з даною концепцією банківським продуктом вважаються грошові кошти, а банківські послуги пов'язані із забезпеченням переміщення грошей з рахунку на рахунок й утворенням грошових фондів. При такому трактуванні поняття "банківський продукт" автоматично стає більш значущим і масштабним порівняно з поняттям "банківська послуга".

Лінгвістичний (індиферентний або маркетинговий) підхід передбачає існування двох концепцій. Відповідно до першої концепції є тільки два поняття, які досить повно характеризують предмет діяльності банку, – це банківська операція та банківська послуга. При цьому банківська операція розглядається як певна дія або як елемент банківської послуги. У даній концепції поняття «банківський продукт» не розглядається внаслідок некоректного перекладу англійського поняття «banking product».

[1] Банковское дело : учебник / Финансовая академия при правительстве РФ ; под.. ред. О.И. Лаврушин. – 4-е стер. изд. – М. : КНО-РУС, 2006. – С. 561.

Згідно з другою концепцією поняття «банківська послуга» та «банківський продукт» є синонімами. Наприклад, Е.А. Уткін пропонує таке визначення: «Банківський продукт (послуга) – це різноманітні дії на фінансовому ринку, грошові операції, що здійснюються банками за певну плату за дорученням та в інтересах своїх клієнтів, а також дії, що мають за мету удосконалення та підвищення ефективності банківського підприємництва»[1]. С.А. Гур'янов вважає, що послуга банку – це продукт, що задовольняє потреби його клієнтів[2]. В.Д. Маркова характеризує банківський продукт як комплекс послуг банку за активними та пасивними операціями.[3]

Як правило, прибічники даної концепції дотримуються теорії банківського маркетингу, внаслідок чого поняття "банківська операція" не розглядається або розглядається частково. Прибічники цієї концепції абстрагуються від розуміння необхідності розмежування понять "банківський продукт", "банківська послуга" і "банківська операція", а це неправильно.

Правовий підхід знаходить своє відображення в законодавчих актах. У банківському законодавстві України поняття "банківська послуга" замінюється поняттям "банківська операція". У ст. 47 Закону України "Про банки і банківську діяльність" [4] у переліку можливих дій банку на ринку наводяться поняття "банківські операції" та "банківські угоди", хоча деякі з них можна віднести до послуг.

У межах даного підходу згідно з Положенням про організацію операційної діяльності в банках України поняття "банківський продукт" визначається як стандартизовані процедури, що забезпечують виконання банками операцій, згрупованих за відповідними типами та ознаками.[5]

Клієнтський підхід розглядає клієнта як основний критерій, залежно від якого визначаються відмінності між категоріями, що розглядаються. Так, Ю.С. Масленченков дає визначення категоріям банківського товару таким чином[6]:

1) банківський продукт – конкретний спосіб, за яким банк надає або має намір надавати свої послуги клієнту, тобто впорядкований, внутрішньо узгоджений і, як правило, документально оформлений комплекс взаємопов'язаних організаційних, технологічних, інформаційних, фінансових, юридичних та інших дій (процедур), що утворюють цілісний регламент

---

[1] *Уткин Э. А.* Инновационный менеджмент / Э. А. Уткин, Г. И. Морозова, Н. И. Морозова. – М. : Акалис, 1996. – С. 39.

[2] *Гурьянов С.* Коммуникативный процесс в банках / С. Гурьянов // Банковский менеджмент. – 2007. – № 5. – С. 14–25.

[3] *Маркова В.Д.* Маркетинг услуг / В. Д. Маркова. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 301 с.

[4] Про банки і банківську діяльність / Закон України № 2121-III від 07 грудня 2000 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2121-14/ed20120524

[5] Про організацію операційної діяльності в банках України / Постанова правління Національного банку України № 254 від 18 червня 2003 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0559-03

[6] *Едронова В.Н.* Создание и продвижение кредитного продукта / В.Н. Едронова, Д.В. Бахтин // Финансы и кредит. – 2004. – № 20. – С. 2–5.

взаємодії працівників банку з клієнтом, єдину та завершену технологію обслуговування клієнта;

2) банківська операція – безпосередні практичні дії (впорядкована та внутрішньо узгоджена сукупність дій) працівників банку в процесі обслуговування клієнта (надання йому конкретної послуги), форма втілення банківського продукту в дійсність;

3) банківська послуга – результат або ефект від здійснення банківської операції, що полягає в більш чи менш повному задоволенні заявленої клієнтом потреби.

Для узагальнення розглянутих термінів цей автор вводить поняття "банківська тріада" як сукупність банківських продуктів, операцій і послуг. При цьому банківська операція, банківський продукт та банківська послуга знаходяться в ієрархічній єдності.

В.М. Усоскін всі види банківської діяльності називає операціями, а розглядаючи їх з позиції клієнтів, – послугами. Однак, якщо мова йде про зв'язок банків з ринком, використовує поняття "банківський продукт"[1]. Заслуговує на увагу підхід А.П. Мірецького[2]. За його тлумаченням банківський продукт є формою прояву банківської послуги.

Таким чином, необхідно зауважити, що в концепції клієнтського підходу не склалося єдиної думки про поняття "банківський продукт". Банківський продукт характеризується як конкретне втілення банківської послуги, тобто це регламентована система взаємопов'язаних між собою предметів та дій продавця, яка призначена для реалізації на ринку банківських послуг на конкретних умовах споживачу з метою задоволення його потреб у сфері готівкового і безготівкового грошового обігу та позик. При цьому гроші, матеріальні цінності, фінансові інструменти та фінансові інструменти, які не пов'язані з обслуговуванням клієнтів, це не банківські продукти. До банківських продуктів А.П. Мірецький зараховує право тимчасового використання грошей, певні дії з матеріальними об'єктами, фінансові інструменти – це елементи банківського продукту. Фінансові операції, не пов'язані з обслуговуванням клієнтів, визначаються як другорядні банківські продукти.

Отже, підсумовуючи розглянуті підходи, можна виокремити два типи взаємозв'язку між категоріями, що досліджувалися. Згідно з першим банківська послуга визначається як більш широке абстрактне поняття. Послуга є сутністю діяльності банку, а продукт – це форма прояву банківської послуги, те, що клієнт фактично отримує у банку. Банківський продукт виникає як результат здійснення (виробництва) послуги.

Інший підхід передбачає, що більш широким поняттям є банківський продукт. Продукт являє собою результат діяльності банку на ринку, який втілюється у формі операцій та послуг.

---

[1] *Усоскин В.М.* Современный коммерческий банк. Управление и операции / В. М. Усоскин. – М. : Вазар-Ферро, 1994. – С. 27.

[2] *Мирецкий А.П.* О сущности банковских услуг и банковских продуктов / А. П. Мирецкий // Вестник СГСЭУ. – 2002. – № 4. – С. 64–69.

На основі розглянутих теоретичних підходів поняття “банківський продукт” можна визначити як закінчений комплекс (сукупність) впорядкованих та структурованих операцій, спрямованих на вирішення конкретної задачі – створення продукту для задоволення економічно однорідної потреби клієнта.

Виходячи з того, що банк – це фірма, банківський продукт є товаром, оскільки він відповідає класичному визначенню товару як продукту праці, що створюється для обміну. З позицій сучасного маркетингу товар – це все, що задовольняє певну потребу і пропонується ринку для придбання, використання і споживання.

Унаслідок специфіки діяльності банку банківський продукт суттєво відрізняється від інших продуктів. Специфіка полягає в тому, що банк здійснює не виробництво, а обслуговування обороту суспільно необхідного продукту; результат діяльності банку не має матеріально-речової форми і знаходить своє відображення в договірних відносинах. Зв’язки банку з іншими господарюючими суб’єктами відображаються тільки через грошові потоки.

Щодо функціонального призначення банку в ціноутворенні на ринку цінних паперів, то його участь необхідно розглядатися як з мікроекономічних позицій, так і з позицій макроекономіки.

З точки зору макроекономіки банки забезпечують грошовими ресурсами емітентів, а інвесторів цінними паперами, торгуючи цінними паперами від свого імені і за свій рахунок. З мікроекономічних позицій він зводить продавця і покупця цінних паперів, діє за їх дорученням та за їх рахунок, отримуючи за послуги винагороду. Економічний зміст послуг, які супроводжують ціноутворення на ринку цінних паперів обумовлений перерозподільним характером відносин, які виникають між банком і клієнтом. Крім банків, супутні послуги для потреб ціноутворення на ринку цінних паперів надають, так звані, інфраструктурні посередники-професійні суб’єкти РЦП, а саме:

- професійні учасники відповідно до законодавства (брокери як торгові посередники); дилери; управляючі активами;
- реєстратори та депозитарії як елементи облікової системи ринку цінних паперів;
- фондові біржі, організатори торгівлі цінними паперами і клірингові організації як суб’єкти, які забезпечують організоване укладання та виконання угод з цінними паперами;
- суб’єкти, які надаючи РЦП-послуги, не є професійними учасниками ринку цінних паперів фактично, ні фінансовими посередниками юридично[1].

У зв'язку з тим, що в основі українського ринку цінних паперів лежить континентальна модель, банки можуть виступати в якості торгового посередника на ринку цінних паперів (брокера), суміщаючи цю діяльність зі своєю основною діяльністю, в той час як інші організації здійснюють цю діяльність як виняткову. Це дає банкам певні переваги, оскільки діяльність банків як повноцінних фінансових посередників дозволяє їм отримувати з

[1] *Горловская И. Г.* Экономическая основа РЦБ-услуг / И. Г. Горловская // Современные проблемы науки и образования. – 2008. – № 3(17). – С. 183.

надання посередницьких брокерських послуг вигоди, недоступні звичайним брокерам. Ці переваги виражаються в наступному[1]:

1. При наданні банком брокерських послуг має місце позитивний ефект масштабу, оскільки частина постійних витрат, які неминуче несуть організації при здійсненні брокерської діяльності, розподіляється між усіма видами діяльності банку, що робить власне брокерську діяльність більш прибутковою.

2. Фінансові ресурси, якими володіють банки порівняно з небанківськими професійними посередниками, дають банку перевагу в рекрутингу досвідчених фахівців, що становлять основу брокерського напрямку діяльності банку.

3. Як більш повноцінний учасник фінансового сектора економіки банк має ексклюзивні канали інформації (наприклад, в особі банків-контрагентів, представників емітентів – клієнтів банку).

4. Банки володіють можливістю здійснення інвестицій, які забезпечують максимальну технологічність процесів надання послуг.

5. Відносно дешеві кредитні ресурси, залучені в рамках здійснення основної діяльності, дають комерційним банкам переваги у визначенні ставок маржинального кредитування.

6. Характер основного виду діяльності дозволяє конструювати комплексні послуги на базі брокерського обслуговування (наприклад, включати в пакет послуг більш дешеве, ніж у конкурентів розрахунково-касове обслуговування).

7. Банки мають у своєму розпорядженні додаткову клієнтську базу в особі клієнтів банку за іншими операціями: особи, що пред'являють попит на брокерські послуги при інших рівних умовах охочіше укладуть договір зі «своїм банком» ніж з іншою компанією, а пропозиція брокерських послуг клієнтам дозволяє в короткі терміни зробити рентабельним новий напрямок діяльності.

Російський вчений І.Г. Горловська пропонує послуги банків як торгових посередників на ринку цінних паперів розділити на послуги з купівлі та продажу цінних паперів, маржинальні послуги, послуги андерайтингу, послуги з фінансового консультування та інші консультаційні послуги, маркет-мейкерські послуги[2].

Діючий в Україні класифікатор видів економічної діяльності (Дк 009:2010)[3] із змінами і доповненнями, внесеними наказом Державного комітету України з питань технічного регулювання та споживчої політики від 29 листопада 2010 року N 530, чинний від 01.01.2012 р. визначає посередництво за

---

[1] *Горловская И.Г.* Коммерческие банки как финансовые и торговые посредники на ринке ценных бумаг / И.Г. Горловская, Я.В. Марченко // Успехи современного естествознания. – 2008. – № 12 – С. 29-32.

[2] Для порівняння: послуги фінансових і торгових посередників у США включають інвестиційно-банківські послуги, пов'язані з інвестуванням в деривативи; послуги з фінансового консультування та інвестиційному плануванню; послуги зі страхування (у тому числі медичного); послуги з ведення пенсійних рахунків; трастові послуги; інформаційні послуги (Авт)

[3] Національний класифікатор України.Класифікація видів економічної діяльності ДК 009:2010. – [Електронний ресурс]. – Режим доступа: http://evrovektor.com/kved/2010/100/Dopomizhna-dijalnist-u-sferah-finansovih-poslug-i-strahuvannja. – Назва з титул. екрану

договорами по цінних паперах як допоміжну діяльність у сфері фінансових послуг, крім страхування і пенсійного забезпечення і включає здійснення операцій на ринках фінансових послуг за дорученням інших осіб (наприклад, діяльність біржових маклерів) та інша подібна діяльність :брокерську діяльність з цінними паперами; брокерську діяльність за контрактами на постачання товарів; діяльність пунктів із обміну валют тощо і не включає**:** біржові операції на ринках фінансових послуг за власний рахунок; управління портфелем цінних паперів за винагороду або на основі контракту.

У фінансовому посередництві розрізняють грошове посередництво та інше фінансове посередництво, включаючи фінансовий лізинг, надання кредиту, капіталовкладення в цінні папери та у власність, діяльність дилерів, укладення свопів, опціонів та інших біржових угод. В окремо виділену допоміжну діяльність у сфері фінансового посередництва включаються управління фінансовими ринками, біржові операції з фондовими цінностями, інша допоміжна діяльність у сфері фінансового посередництва, і, це по-суті, суперечить існуючій практиці. Адже з точки зору теорії послуги фінансових і торгових посередників викликані схожими причинами: потребами того, хто отримує послугу зменшити свої транзакційні витрати і вирішити проблему асиметрії інформації. Величина транзакційних витрат, до яких відносяться витрати збору і переробки інформації, проведення переговорів і прийняття рішень, контролю за дотриманням контрактів і примусу до їх виконання, визначається специфічним характером активів, які є предметом угоди (витрати вимірювання, захисту прав); невизначеністю, в умовах якої знаходяться учасники угоди (витрати пошуку інформації, опортуністичного поведінки); регулярністю укладання угод (витрати ведення переговорів)[1].

У цьому ми поділяємо думку І.Горловської в тому, що перераховані фактори характерні для угод з цінними паперами. Вони обумовлюють високі транзакційні витрати для інвесторів при здійсненні операцій безпосередньо. Це, в свою чергу, стимулює пропозицію послуг, що сприяють зменшенню транзакційних витрат інвесторів, наприклад, пов'язаних з пошуком контрагентів по операціях з цінними паперами, з контролем виконання зобов'язань емітента. Таким чином, банки як фінансові та торговельні посередники опосередковують відносини між учасниками фінансового ринку, незважаючи на відмінності у змісті зазначених видів посередництва. Особливість діяльності банків в Україні виявляється в тому, що, надаючи послуги на ринку цінних паперів, банки одночасно забезпечують вирішення ряду завдань, що виникають у так званій прикордонній зоні фінансового та торговельного посередництва. Вони забезпечують клієнта-інвестора послугами в розрізі ступеня ліквідності, терміновості і валюти активів (зобов'язань); надають послуги з управління ризиками клієнтів. Тому слід розглядати фінансове і торгове посередництво на ринку цінних паперів як інститути однопорядкові, а не супідрядні.

---

[1] *Горловская И. Г.* Экономическая основа РЦБ-услуг / И. Г. Горловская // Современные проблемы науки и образования. – 2008. – № 3(17). – С. 180–185.

На нашу думку, це є особливо важливим для періодів економічних криз та економічних ризиків банків. Зокрема, торгове посередництво банків на ринку цінних паперів є менш ризиковим, оскільки за послуги банки отримують плату, яка, як правило, не залежить від стану самого ринку цінних паперів. Фінансове посередництво є більш ризикованим, оскільки безпосередньо пов'язано з вкладеннями залучених банком коштів у цінні папери та фінансові інструменти. Зобов'язання банку як результат трансформації залучених грошових ресурсів безпосередньо пов'язані з показниками ринку цінних паперів в цілому, його окремих сегментів і окремих видів цінних паперів. Тому банки повинні здійснювати зважену політику щодо послуг, обумовлених фінансовою природою посередництва на ринку цінних паперів.

У постійно мінливому середовищі, яке супроводжується процесами глобалізації та віртуалізацією економіки, під час процесів ціноутворення з'являються нові синтезовані ризики, відбувається трансформація посередницьких функцій банків, які видозмінюють теоретичні підходи до банківського ціноутворення на сучасному етапі; формують економічний зміст нових банківських продуктів та відображають рівень трансформацій на фінансових ринках. Тому при запровадженні новацій на ринку фінансових продуктів подальший розвиток посередницьких функцій банків у ціноутворенні буде визначатися частковою або поступовою втратою банками зазначених функцій або трансформацією існуючих функцій на якісно новому рівні.

3.4. Цінові аномалії та їх вплив на функціонування ринку цінних паперів України

Підвищення ефективності ціноутворення на фінансові продукти є ключовим прикладним питанням брокерської справи та управління активами.

Наукове обґрунтування і здатність інтегрувати наукові розробки в інвестиційний процес можуть стати джерелами новацій і значних конкурентних переваг учасників ринку (як фінансових інститутів, так і приватних інвесторів). Тому наукові імперативи вчених часто спрямовуються на дослідження цінових аномалій, які є особливо актуальними і затребуваними на фінансових ринках.

На сучасному етапі розвитку фінансової науки спостерігається загострення уваги суспільства до проблематики ризиків, які виступають одночасно індикатором ролі цінових аномалій в економічному житті і інструментами їх зниження. Приховане, неусвідомлене, латентне сприйняття ризиків є найбільш небезпечним порівняно з раціонально-обережним і навіть спекулятивно-азартним, причому як для окремих індивідів, так і для суспільства в цілому, оскільки ринок цінних паперів страждає від підвищення загального рівня системних ризиків. З огляду на це, помилки і хибні наукові

обґрунтування ролі ризиків здатні на практиці призвести до серйозних негативних наслідків.

Роль фінансових ризиків у сучасній економіці вкрай велика, і, що важливо, загальновизнана. Еволюція розвитку ринку цінних паперів, в тому числі у напрямку збільшення спеціалізації і поділу праці професійних учасників, призвела до зростання кількості учасників, задіяних у процесі ціноутворення в перерозподілі ризиків. Революційні досягнення в технологіях оцінки ринкових ризиків жодною мірою не означають скорочення їх впливу на сучасну економіку.

Не випадково сучасний етап розвитку нашої цивілізації багато авторів називають епохою нескінченних «бульбашок». Теорія фінансових бульбашок має на меті за рахунок ризику довести, коли настає момент, розривається бульбашка. А лопається вона тоді, коли, як ми вважаємо, маса ризику досягає свого критичного рівня.

До первинних процесів, які пов’язані з «бульбашками», історики та економісти відносять тюльпаноманія XVII століття в Голландії та ажіотаж навколо Компанії Південних морів у 1720-х роках в Англії. З тих пір мало що змінилося. Більше того, формування і розриви «бульбашок» набули глобального характеру, вони вже стали частиною нашого повсякденного життя. Сам термін «бульбашка» усталено увійшов ув понятійний апарат економічної науки. Все частіше звучать ідеї про «цикли бульбашок», які повинні замінити чи доповнити теорії ділових циклів.

Вирішення проблем цінових аномалій у поєднанні з розробкою методів розрахунку ризику на всіх етапах, на перший погляд, дозволило б задовольнити бажання талановитих керівників і власників починати інвестиційні проекти саме в Україні, а кредиторам, при цьому, не ставати заручниками не виконаних проектних зобов'язань або брати на себе високі ризики на всіх етапах проекту. Проте це вельми складна проблема, і тому наукові імперативи вчених часто спрямовуються на розробку цінових аномалій, які є особливо актуальними і затребуваними на глобалізованому фінансовому ринку.

Пануюча довгий час у світовому інвестиційному співтоваристві парадигма гіпотези ефективного ринку (Efficient Markets Hypothesis – EMH), що пов’язує математично поняття ризику з прибутковістю, внаслідок виявлення відхилень від даної моделі, стала поступатися місцем теорії поведінкових фінансів.

Концепція аномалій, яка, по суті, є складовою динаміки дохідностей, не знаходить свого пояснень за допомогою EMH, але, разом з тим, представляє для фінансово науки особливу цінність. Адже уміння правильно виявляти, ідентифікувати аномалії, прогнозувати їх розвиток і стійкість може значно покращити результати інвестиційної діяльності на фінансових ринках. Крім того, емпіричні дослідження аномалій і широке поширення наукових досягнень в цій області сприятимуть підвищенню ступеня розвитку українського ринку цінних паперів.

Розуміння передумов виникнення аномалій і природи факторів, що пояснюють їх, здатні стати основою для вітчизняних досліджень у теорії

поведінкових фінансів та інших областях фінансової науки. Відповідно до теорії ефективного ринку[1] (Efficient Markets Hypothesis) та досліджуваних нами інших теорій фінансового ринку та ринку цінних паперів, які покладені в основу ціноутворення як процесу (див. п.1.2), цінові флуктуації в часі на ефективному ринку є випадковими і не залежать від подій і новин. Це означає, що поведінка ціни активу в майбутньому передбачувана в тій же мірі, що і поведінка випадкового набору чисел, оскільки в будь-який момент часу вся можлива інформація є вже закладеною в ціну фінансових інструментів. Концепція «випадкових блукань», що входить в ЕМН, стверджує, що поведінка цін в майбутньому не є наслідком трендів, і минулі ціни не можуть використовуватися для прогнозування майбутніх. Таким чином, вона доводить неефективність і незастосовність фундаментального і технічного аналізу за визначенням.

Основною моделлю ціноутворення, відповідно до гіпотези ефективного ринку, є модель CAPM[2] (Capital Asset Pricing Model) – модель оцінки ринкової ціни активу, що пов'язує очікувані ризики і прибутковості. Ключове її положення полягає в тому, що інвестори хочуть отримувати більш високі потенційні доходи при прийнятті підвищених ризиків. Проте згодом, в кінці XX століття, ця модель стала піддаватися критиці внаслідок високого відсотка дисперсії дохідностей, який вона не могла пояснити. Тобто, стало зрозуміло, що існує ряд проблем, явищ, які не піддаються обрахунку, саме їх і почали визнавати ціновими аномаліями.

Поняття «аномалії» вперше застосував, на нашу думку, Т.Кун (Kuhn) у 1970 році[3]. Пізніше, у 2002 році Г.Шверт (Schwert) визначив аномалії як емпіричні результати, які не укладаються у відомі теорії ціноутворення активів[4]. Схоже визначення аномаліям надає Д.Кейм (Keim): «аномалії – це факторні чи кросс-секційні[5] (cross-sectional) і тимчасові (time series) моделі, які не описує головна парадигма теорії»[6].

Коли обсяг цінових аномалій став критичним у розвитку ринків, з'явилася необхідність пошуку концепції, яка могла б включити аномалії в моделювання процесу ціноутворення на фінансових ринках. Спроба з цією метою скоригувати модель CAPM призвела до втрати частини дисперсії, яку базова модель пояснювала. Тому практичне застосування гіпотези ефективного ринку та її моделей ціноутворення на активи є затрудненим. І взагалі, часте

---

[1] Гіпотезу ефективного ринку (ГЕР) не слід плутати з операційною ефективністю – терміном, що використовується в ряді досліджень.(Авт)

[2] Основні положення даної теорії, як ми зазначали раніше були сформульовані ще в 1900 році в роботі Л. Башелье «Теорія спекуляцій» (Bachelier L. Theorie de la speculation). Повноцінна теорія ефективного ринку почала формуватися в 1950-х роках; центральна модель гіпотези (CAPM) відноситься до 1964-1965 років.

[3] *Kuhn T.* The Structure of Scientific Revolutions / T. Kuhn. – Chicago:University of Chicago Press,. – 1970. – P. 83.

[4] *Schwert G.W.* Anomalies and Market Efficiency / G.W. Schwert // Simon School of Business Working Paper. – October 2002. – № FR 02-13. – P. 94–102.

[5] Можливо цей термін перекладається іншим економічним змістом, наприклад, перехресні

[6] *Keim D.B.* Financial Market Anomalies / D.B. Keim // Chapter for the New Palgrave Dictionary of Economics, 2nd Ed. – 2006 April. – P. 52–68.

фіксування аномальних явищ [1] в науці може бути передвісником створення нової теоретичної парадигми, яка в разі успіху в їх поясненні зможе претендувати на статус домінуючої. Згодом прагнення до інтерпретації та прогнозування аномалій призвело до створення моделей, альтернативних CAPM. Її доповнюють,зокрема, трьохфакторна модель Є. Фама і К.Френча (Fama and French)[2] і моделі Даніеля і Тітмана (К.Daniel and C.Titman)[3].

Рагубір і Дас (Raghubir and Das) розглядають терміни «фінансові аномалії» (financial anomalies) і «відхилення» (biases) як такі, що призвели до розвитку теорії поведінкових фінансів[4]. Вайн також наголошує на тому, що вплив психологічних елементів, як правило, нівелює переваги математичних моделей[5]. А це означає, що існують певні відхилення, які не піддаються прогнозним значенням, які обраховуються за моделями (табл. 3.9).

Таблиця 3.9

Властивості моделей ціноутворення активів на фінансових ринках

Властивості моделей ціноутворення активів	CARM	Мультифакторні моделі
Акції	«Випадкові блукання»	Довгострокове прогнозування
Облігації	Гіпотеза очікувань	Премія за ризик
Валюти	Рівновага нереалізованих інтересів	Прогнозування дохідностей
Рекомендації з управління портфелем	Слідувати за індексами	Активне управління: долучати додаткові фактори,оцінювати ризики, проводити маркет-таймінг

Джерело: узагальнено на основі: *Cochrane J.H.* New Facts in Finance, Economic Perspectives. / J.H.Cochrane // Federal Reserve Bank of Chicago. – 1999a. – №23(3). – P. 36–58; *Cochrane J.H.* Portfolio Advice for a Multifactor World Economic Perspectives. / J.H.Cochrane // Federal Reserve Bank of Chicago. – 1999b. – №23(3). – P. 59–78.

Мішо (Michaud) вказує на три можливих передумови існування аномалій[6]:

- фондові індекси неефективні;
- поведінка інвесторів є ірраціональною;
- аномалії є способом оцінки невиміряного системного ризику.

---

[1] Аномальні явища –це явища, які не вписуються в домінантну парадигму.(Авт)

[2] *Fama E.F.* Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies / E.F. Fama, K.R.French // Journal of Finance, 1996. – №6. – P. 55–84.

[3] *Daniel K.* Market Efficiency in an Irrational World / K. Daniel, S. Titman // NBER Working Paper. – 2000. – №8. – P. 74–89.

[4] *Raghubir P* The Psychology of Financial Decision Making: A Case for Theory-Driven Experimental Inquiry / P. Raghubir, S. Das // Financial Analysts Journal (Special Issue on Behavioral Finance). – 1999, November. – P. 56–80.

[5] *Вайн С.* Личностные факторы в оценке риска: теория и практика / С. Вайн // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №5. – С. 46–52.

[6] *Michaud R.* Investment Styles, Market Anomalies, and Global Stock Selection / R. Michaud // Research Foundation of the ICFA: AIMR. – 1999. – P. 39.

Тобто, по-перше, вплив аномалій здатний змусити ринок несправедливо, з точки зору ЕМН, переоцінювати або недооцінювати активи, а також надмірно або недостатньо реагувати (overreaction і underreaction) на ті чи інші події, причому подібна поведінка може повторюватися і бути стійкою на протязі тривалого періоду часу. По-друге, слід пам'ятати, що аномалії не завжди є наслідком ірраціональної поведінки учасників ринку. По-третє, пошук аномалій, їх ідентифікація та факторний аналіз є одними з основних завдань теорії поведінкових фінансів.

Розширюючи цю гіпотезу, ряд дослідників приходять до висновку, що концепція ринкових аномалій як фактор, який можна включати в торгові стратегії з метою стабільного отримання підвищених доходів, в реальності може бути міфом[1]. Рагубір і Дас (Raghubir and Das) відзначають, що ситуації, в яких проявляються аномалії, можуть бути частиною більш великих сценаріїв, і, таким чином, необхідно експериментальне підтвердження існування аномалій і їх стійкості[2]. Ми поділяємо думки Рагубіра і Даса про те, що дослідження психологічних передумов виникнення аномалій не входить в протиріччя з парадигмою раціональної економіки, а, навпаки, використання моделей раціональної поведінки доповнює теорію поведінкових фінансів[3].

Інтерпретація результатів досліджень аномалій на ринках цінних паперів стикається з низкою проблем. У цьому контексті нам імпонують дослідження російських учених, зокрема, які лежать у площині факторного аналізу та прогнозування цінових аномалій на фондовому ринку. Так, М.Й. Кантолінський[4] у своєму дослідженні зазначає, що пошук аномалій, їх ідентифікація та факторний аналіз є одними з основних завдань теорії поведінкових фінансів. Чим більше аномалій виявляється в емпіричних дослідженнях, тим більше доказів інвестиційної поведінки, яка відрізняється від передбачуваних значень цін гіпотезою ефективного ринку і тим більше доказів того, що ринки в реальності є неефективними. Вірним є і зворотне твердження: чим неефективнішим є ринок, тим яскравіше проявляються аномалії. Зокрема, величина відставання або випередження значною мірою залежать від вибору бенчмарка[5]. Аномалії можуть з'являтися або зникати, а також по-різному передбачати майбутні прибутковості залежно від різних бенчмарків.

---

[1] *Michaud R.* Investment Styles, Market Anomalies, and Global Stock Selection / R. Michaud // Research Foundation of the ICFA: AIMR. – 1999. – P. 42.

[2] *Raghubir P* The Psychology of Financial Decision Making: A Case for Theory-Driven Experimental Inquiry / P. Raghubir, S. Das // Financial Analysts Journal (Special Issue on Behavioral Finance). – 1999, November. – P. 56–80.

[3] Там само.

[4] *Кантолинский М.И.* Ценовые аномалии на российском фондовом рынке: факторный анализ и прогнозирование : дис.... канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Михаил Иосифович Кантолинский ; ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации». – М., 2010.– С. 39.

[5] Бенчмарк(від англ.benchmark-орієнтир, еталон) на фінансових ринках – показник, який використовується для оцінки стану ринку та його сегментів. Як правило, в ролі бенчмарків виступають фондові індекси та ключові ціни компаній.(Авт)

М.Й.Кантолінський довів, що на виникнення аномалій на фінансовому ринку впливають два головні чинники: ступінь неефективності ринку і поведінкові аспекти інвестиційних учасників. Наявність і стійкість аномалій на фондовому ринку пов'язані з рівнем його розвитку. Чим нижче рівень розвитку, тим вище неефективність ринку, отже, тим яскравіше проявляються аномалії і тим вище їх стійкість у довгостроковій перспективі. Другий важливий постулат належить російському вченому Вайну[1], який по-суті підтвердив право на життя двох концепцій з тією умовою, що теорія поведінкових фінансів краще працює на короткострокових даних, а теорія ефективного ринку може знаходити своє підтвердження на більш подовженому горизонті.

Спираючись на існуючі дослідження як західних, так і російських учених, а також на специфіку нами проведеного дослідження асиметрії інформації на ринку цінних паперів, слід вивести власне визначення цінових аномалій. Цінові аномалії – це стійкі відхилення цін фінансових інструментів від прогнозованих, величина яких дозволяє генерувати надприбутки. Під стійкістю аномалій слід розуміти їх повторюваність і збереження впливу на динаміку цін ринку протягом тривалого періоду. В даному контексті визначення вважається, що дія інших факторів відсутня. Під поняттям «нормальної» поведінки дохідності цінних паперів необхідно вважати цінову поведінку їх дохідностей відповідно до гіпотези ефективного ринку.

Наступним кроком у дослідженні цінових аномалій є їх класифікація, яка надає певний системний підхід до такого явища. Рагубір і Дас (Raghubir and Das) дають більш загальну класифікацію аномалій[2]:

1. Аномалії, пов'язані з цінами і прибутковістю. Передбачається, що існують фінансові інструменти, які в перспективі прогнозовано показують аномально високі прибутковості. В даний клас аномалій входять: торгівля проти ринку (contrarian trading); «Вартісні» стратегії (value investing) – купівля акцій з низьким показником р/е, високим показником В/М; «Ефект аутсайдерів»; «Ефект розміру»; «Ефект моментум»; «Ефект закритого фонду»; «Ефект премії за акцію».

2. Аномалії, пов'язані з обсягом торгів і волатильністю. У них входять підвищений обсяг торгів і волатильність, які не пояснюються раціональним інвестиційним поведінкою, регулятивними вимогами та вимогами до складу портфелів.

3. Аномалії, пов'язані з тимчасовими рядами (time-series). У них входять декілька видів аномалій, пов'язаних з IPO; аномалії злиттів і поглинань; недостатня реакція ринку на зміну обсягів прибутків на акцію.

4. Інші аномалії.

---

[1] *Вайн С.А.* Методы принятия инвестиционных решений на финансовых рынках : дис.... канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Саймон Александер Вайн ; ГОУВПО «Академия народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации». – М., 2006.– С. 41.

[2] *Raghubir P* The Psychology of Financial Decision Making: A Case for Theory-Driven Experimental Inquiry / P. Raghubir, S. Das // Financial Analysts Journal (Special Issue on Behavioral Finance). – 1999, November. – P. 56–80.

Відзначимо, що в цю класифікацію не ввійшли календарні аномалії, широко відомі і досліджувані на різних ринках.

Якобсен, Мамун і Вішалтаначоті (Jacobsen, Mamun and Visaltanachoti) виділяють 3 типи аномалій: календарні, цінові (мається на увазі тільки «ефект низьких p/e») і аномалії розміру[1]. Російські вчені їх доповнюють і розширюють додатковими ефектами для фондових ринків. Заслуговує на увагу класифікація аномалій за М.Й.Католинським, оскільки вона є максимально наближеною до поведінки фінансових інструментів на ринку цінних паперів і окремі групи (2-га і 3-я група) мають суто цінове спрямування :

1) Циклічні аномалії. Аномалії, пов'язані із зовнішніми (об'єктивними) і внутрішніми (поведінковими) циклами. У них входять календарні, погодні та психосоматичні аномалії.

2) Вартісні аномалії. Аномалії, викликані наявністю деяких кількісних характеристик у акцій або параметрами динаміки акцій. У даний клас аномалій входять «ефект розміру», «ефект низьких p/e», «ефект низьких p/b», «ефект моментум», «ефект аутсайдерів», «ефект дивідендів» та ін. Стратегії, засновані на вартісних аномаліях (value investing), припускають отримання надприбутків від включення паперів з такими «вартісними» характеристиками. Торгові ідеї, засновані на вартісних аномаліях, є широко поширеними.

3) Аномалії, пов'язані з корпоративними подіями. Ефекти, викликані однотипними подіями, пов'язаними з окремими емітентами та інструментами. У них входять аномалії, пов'язані з розміщенням акцій (IPO або SPO), зворотним викупом акцій, злиттями й поглинаннями; різні надмірно слабкі (underreaction) або надмірно сильні (overreaction) реакції ринку на корпоративні події.

4) Інші аномалії. У дану категорію входять аномалії, які не можна віднести до трьох перелічених вище (у дисертації не розглядаються).

Отже, будь-яка класифікація аномалій не потребує жорсткого регламентування. Проте важливим є те, що різні аномалії тісно пов’язані між собою і посилюють синергічні ефекти. В кінцевому підсумку, слід визнати дію цінових аномалій через :

1) ризикоорієнтовані фактори, визначальними в ціноутворенні, проте вони, як правило, є нестійкими і ступінь їх впливу суттєво змінюється в часі;

2) вплив зовнішніх факторів ризику, які є домінантними в ціноутворенні, якщо ціноутворення орієнтоване тільки на них (рис. 3.9.).

Проте виявлення цінових аномалій може бути і в першому, і в другому випадку затруднено, оскільки ступінь їх впливу не стійка і не прозора.

Ефект впливу різних зовнішніх факторів на вартість фінансових продуктів виражається в ризику, який несе в собі цей інструмент. Безумовно, першочерговою метою виявлення ризиків є обмеження можливих збитків, але наявність ризиків свідчить також про те, що при їх вмілому управлінні учасник ринку може отримати додатковий дохід. Як часткова складова загального

---

[1] *Jacobsen B.* Seasonal, Size and Value Anomalies / Ben Jacobsen, Abdullah Mamun, Nuttawat Visaltanachoti // Social Science Research Network. – August 2005. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=784186

поняття ризику, економічний ризик в нашому розумінні розглядається як можливість відхилень від очікуваних сценаріїв реалізації подій, що виникають в ході економічної діяльності.

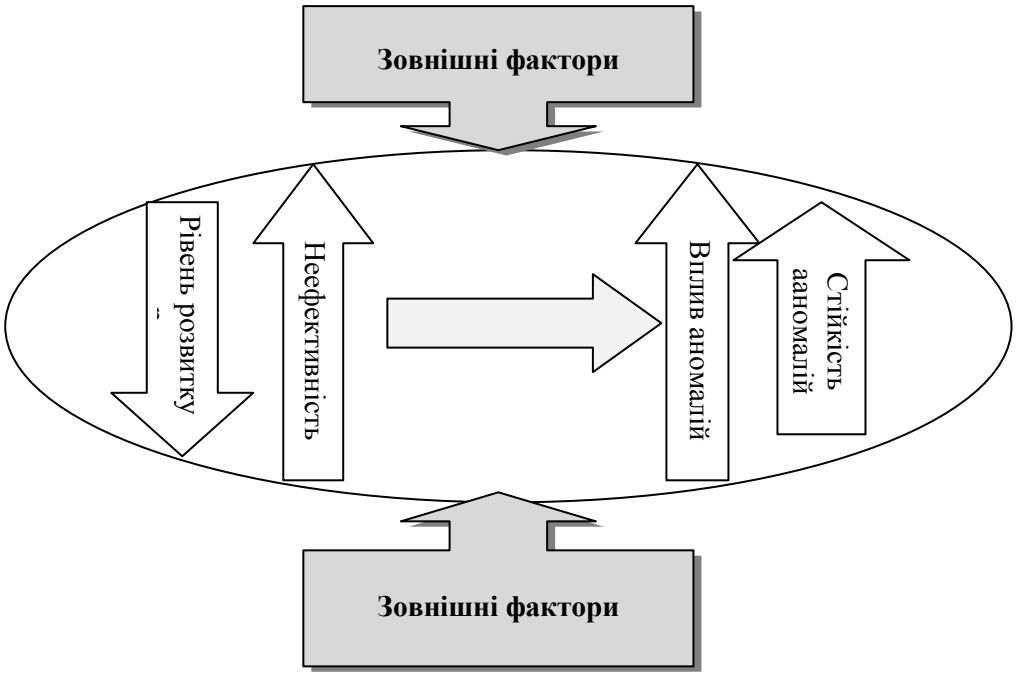


Рис. 3.9. Взаємозв'язок факторів розвитку фінансових ринків та ризик-орієнтованих факторів впливу

Джерело: складено на основі: *Вайн С.А.* Методы принятия инвестиционных решений на финансовых рынках : дис.... канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Саймон Александер Вайн ; ГОУВПО «Академия народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации». – М., 2006.– 178 с.; *Кантолинский М.И.* Ценовые аномалии на российском фондовом рынке: факторный анализ и прогнозирование : дис.... канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Михаил Иосифович Кантолинский ; ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации». – М., 2010.– 195 с.

При кількісній оцінці ризику використовують різні методи, з яких найбільш поширеними є: статистичний, аналіз доцільності витрат, метод експертних оцінок, аналітичні методи, метод аналогій, аналіз фінансової стійкості, оцінка платоспроможності та інші. Всі ці методи, так чи інакше, пов'язані з теорією ймовірності, а ми стверджуємо, що ймовірність як звичайна цифрова міра не може з достовірною повнотою характеризувати ризик як економічне явище. Ми вважаємо, що порок багатьох нинішніх теоретичних досліджень про ризик багато в чому пов'язаний з тим, що дослідники ототожнюють ризик одночасно як явище, управління ним і набір інструментів для його зниження.

Експериментальні дослідження в частині впливу ризик-орієнтованих факторів на ціноутворення належать російським вченим Л.П. Дроздовській та Ю.В. Рожкову[1] Вони виходять з того, що ризики є об'єктивно-необхідною

[1] *Дроздовская Л.П.* Интермедиация риска на информационно-кредитном рынке: монография / Л.П. Дроздовская, Ю.В. Рожков – Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2010. – С. 75.

реальністю в ціноутворенні на фінансових ринках. Їх вплив завжди прямо чи опосередковано відчутний і залежить від цілі фасету, тобто цілі, на яку налаштована процедура його використання в процесі ціноутворення (табл.3.10)

Таблиця 3.10

Фасети для використання ризиків

Назва фасета	Значення фасета	Ціль(задача) фасета
Час	1. Ретроспективний 2. Поточний 3. Перспективний	Для попередження (розрахунку) поточних і перспективних ризиків на основі аналізу ретроспективних ризиків
Наслідки	1. Допустимий 2. Критичний 1 ступеня 3. Критичний 2 ступеня 4. Катастрофічний	Оцінка рівня втрат: L <P – ризик припустимо L = P – критичний 1 ступеня L = P + C – критичний 2 ступеня-ні L≥F − катастрофічний, де L – втрати; P – дохід C – витрати; F – все майно актора
Правомірність	1. Виправданий 2. Невиправданий	Оцінка необхідності дій в зоні ризику
Результат	1. Чистий (простий) або статистичний 2. Спекулятивний (динамічний)	Оцінка характеру втрат або економічного результату
Страхування	1. Ризики, що страхуються 2. Ризики, які не страхуються	Оцінка можливості передачі (зменшення) ризику шляхом страхування
За місцем виникнення	1. Зовнішній 2. Внутрішній	Визначення місця виникнення: у зовнішньому або внутрішньому середовищі актора
За відношенням до фінансів	1. Залежний від купівельної спроможності грошей 2. Інвестиційний	Визначення ризику через фінансові потоки. До першої підгрупи можуть бути віднесені інфляційний, дефляційний та ін.; до другої – ризики, пов'язані з можливістю недоотримання або втрати прибутку
Економічний	1. Мегаекономічний 2. Макроекономічний 3. Мезоекономічний 4. Мікроекономічний 5. Наноекономічний	Визначення рівня економічної системи, в якій формується досліджуваний вид ризику

Джерело: складено на основі: *Raghubir P* The Psychology of Financial Decision Making: A Case for Theory-Driven Experimental Inquiry / P. Raghubir, S. Das // Financial Analysts Journal (Special Issue on Behavioral Finance). – 1999, November. – P. 56–80.

Якщо перенести теоретичні припущення та постулати на аналіз динаміки розвитку фінансових ринків, то можна в контексті розвитку фондових ринків зробити висновок, що в посткризовий період його розвиток пов'язаний з різким зростанням нестабільності як на розвинених ринках, так і на ринках, що розвиваються. Останнім часом простежується синхронність коливання фондових ринків, посилення взаємозалежності, хвилевий характер кон'юнктури. Враховуючи циклічність розвитку, посилення взаємозалежності

(глобалізації) фінансових ринків, початок XXI ст. характеризується масштабним зниженням розвитку економік і, як наслідок, фондових ринків. Відносна самостійність фінансової й економічної складових економіки, з одного боку, та їхній тісний взаємозв'язок і взаємодія – з іншого, обумовлюють їхню синхронно-асинхронну динаміку. Економічний цикл певною мірою синхронізується з фінансовим, а іноді такий тісний зв'язок відсутній. Негативний шок з боку фондового ринку може провокувати кризу, якщо песимізм, зумовлений несприятливою динамікою фондового ринку, знайде підтвердження в подальшому розвитку подій в реальному секторі.

На сучасному етапі – при постійному зростанні фінансової нестабільності, макроекономічних проблемах розвинених країн (уповільнення зростання ВВП, великий рівень безробіття, інфляція, боргові проблеми тощо) – будь-які незначні чергові шоки на фондовому ринку можуть викликати подальшу кризу в реальному секторі економіки. Особливо проблемними є фондові ринки, що формуються, до числа яких належить і український, який при незначних масштабах став одним із найризикованіших фондових ринків світу останніх років[1]. Відповідно до гіпотез, висунутих у зарубіжній літературі, на фондових ринках, до яких відноситься український, створено більше, порівняно з розвиненими ринками, передумов для виникнення аномалій. Аномалії повинні мати велику силу впливу на поведінку цін і бути більш стійкими. При цьому специфіка ринків, що розвиваються, і зовнішні фактори, що впливають на них, можуть ускладнити можливість виявлення аномалій. Таким чином, аномалії на ринках, що розвиваються, виявляються більш яскраво, але стійкість їх впливу на динаміку акцій може придушуватися зовнішніми чинниками.

Зупинимося на ряді особливостей українського ринку цінних паперів, які можуть потенційно впливати на існування і стійкість цінових аномалій.

1. Структура економіки та характер ринку цінних паперів України.

1.1. Зростання українського фінансового ринку загалом та ринку цінних паперів зокрема у посткризові періоди (2000–2007рр., 2009–2013 рр.) багато в чому було спекулятивним, що не відповідає економічному зростанню та розвитку.

Аналіз стану та динаміки фондового ринку на сучасному етапі свідчить про те що в Україні сформувався спекулятивний фондовий ринок, який перебуває у сильній залежності від іноземного капіталу та зовнішньоекономічної динаміки. Характерними його рисами є висока концентрація власності, незначна участь населення у інвестуванні фінансові активи[2]. Це обумовлено, насамперед, сприятливою ціновою кон'юнктурою на світовому сировинному ринку, що викликало зростання фінансового сектора та виразилося як в об'єктивних показниках (зростання фондового ринку, обсягів

---

[1] *Пахомова І.Г.* Оцінка сучасного стану, проблем та перспектив фондового ринку України. / І.Г. Пахомова, Л.А. Фатєєва // Ефективна економіка. – 2014. – №7. – [Електронний ресурс.] – Режим доступу : http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3180.

[2] *Савицька О.І.* Проблеми та перспективи розвитку фондового ринку України / О.І. Савицька, А.А. Фурсова // Економіка і регіон. – 2009. – №2. – С.136–139.

кредитування, обсягів коштів на банківських рахунках та ін.), так і якісних трансформаціях (рівень інформованості населення, розвиток фінансових інструментів, ступінь професіоналізму учасників, зародження етичних стандартів і традицій, зміна способів ведення бізнесу у фінансовій сфері та інше.

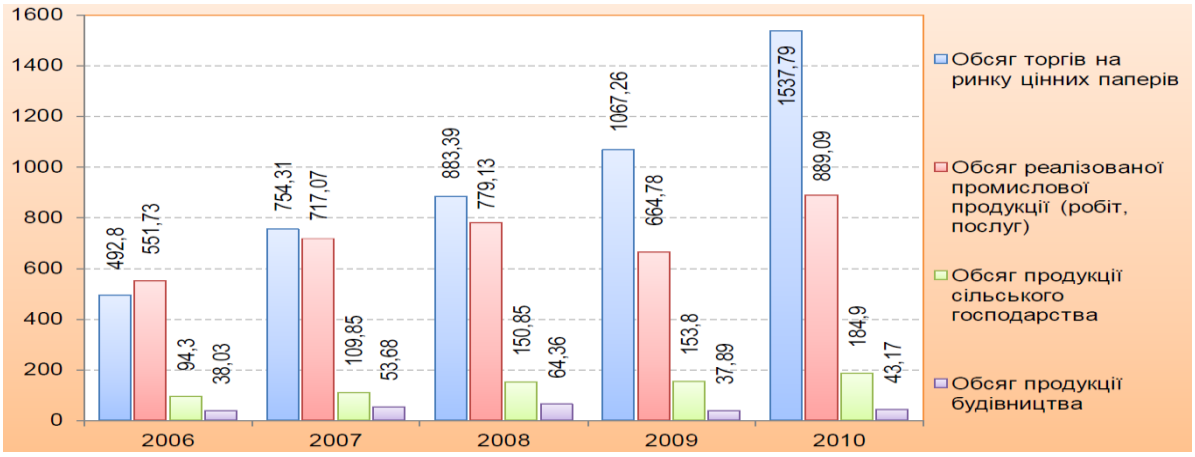


Рис. 3.10. Динаміка розвитку фондового ринку по відношенню до основних товарів і послуг реального сектора економіки України, млрд. грн.

Джерело: сформовано на основі: Звіт ДКЦПФР за 2010 рік «Рух ринку цінних паперів та фондового ринку до світових стандартів, задля економічного зростання держави» // Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://nssmc.gov.ua/activities/annual.

З рис 3.10. чітко прослідковується асиметрія розвитку фондового ринку по відношенню до ринку основних споживчих товарів і послуг. Адже розбалансованість обсягів товарної й грошової маси виступає першоосновою фінансових спекуляцій і містить проблеми для регулювання економіки. Основна причина фінансової кризи завжди міститься в асинхронності розвитку фінансового й реального секторів економіки, коли при спекулятивній ейфорії в різних сегментах ринку фінансовий капітал самовідтворюється у власному кругообігу й не використовується для фінансування економіки.

Дуже вдало взаємозв'язок спекулятивних тенденцій розвитку фінансового ринку та кризових явищ подано українським вченим В.В. Корнєєвим в аналітичному матеріалі «Кураж і ризики фінансових спекуляцій»[1], де зазначається, що фінансові спекуляції[2] каталізують розвиток фінансових ринків. Він наголошує на ситуації, яка буває критичною, коли ринок само

[1] *Корнєєв В.В.* Кураж і ризики фінансових спекуляцій. /В.В. Корнєєв – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : ttp://news.finance.ua/ua/news/~/138462

[2] Фінансова спекуляція – спосіб одержання прибутку на різницях цінових коливань вартості фінансових і матеріальних активів без утворення нової (додаткової) вартості в їхньому кругообігу, коли формується ілюзія вартості у відриві від дійсної економічної реальності цін. Фінансові спекуляції спричиняють циклічні зміни стану ринків (фази "підйом-спад" або "бики-ведмеді") і проявляються в переоцінці біржових товарів, цінних паперів, валюти, нерухомості. Спекулятивний капітал вкладається в короткострокові й портфельні активи, а його міграцію у вигляді так званих "гарячи грошей" стимулює спокуса одержання більше високого прибутку на зовнішніх ринках у порівнянні з внутрішнім (тобто з ринком останнього перебування (Корнєєв В.В)

задовольняється в своєму існуванні: « …на ризики не звертають уваги доти, поки ринки розвиваються по спадній та їх "перегрів" не викликає кризи. Після «розігріву» ринку по закінченні гри на підвищення цін фіксується отриманий прибуток, а потім активна гра на зниження за допомогою міграції (витоку) капіталу за межі країни дозволяє отримати додатковий прибуток від шоків, викликаних падінням вартості фінансових активів на нестабільному ринку. Зменшення попиту на фінансові активи має місце в різних сегментах: ринках акцій, депозитарних розписок, державних і корпоративних облігацій. Поки превалює тренд зростання світової економіки й ринків, спекулянти грають на підвищення цін». Крім цього В.В. Корнєєв пояснює, як національні ринки реагують на світові тенденції … « Зростання внутрішнього ринку обумовлене переважно, а іноді й винятково, за рахунок зовнішніх ресурсів. У таких умовах ринок-мішень, який атакують спекулянти, випробовується на витривалість і сам по собі є макроактивом за наявності істотних ризиків та очікуваних надвисоких прибутків. Але коли проявляються й підсилюються негативні сигнали (зростання інфляції, рівня відсотка й вартості активів, заборгованості, переваги імпорту над експортом, дефіцит бюджету та інші), нерезиденти фіксують прибуток і починають виводити капітали з одночасним тиском на валютний курс».

Саме така ситуація притаманна зараз Україні. Інфляція на початок 2015 року досягла 26%, курс гривні по відношенню до долара США сягає 30 грн. за 1 долар, існує значна внутрішня заборгованість держави та значний зовнішній борг (табл. 3.11).

Таблиця 3.11

Структура державного та гарантованого державою боргу станом на 01.02.2014 р. (в млн. грн., %)

(в млн. грн.)	Зовнішній	Внутрішній	Всього
Державний борг	222422,0 38,0%	257710,6 44,0%	480132,6 82,0%
Гарантований борг	76156,3 13,0%	29006,6 5,0%	105165,9 18,0%
Загальний	298581,3 51,0%	286717,2 49,0%	585298,5 100,0%

Джерело: складено на основі: Державний та гарантований державою борг України станом на 01.02.2014 / Офіційний сайт Міністерства фінансів України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=34952

Посилюються спекуляції нерезидентів, які є особливо небезпечні при переході від політики фіксованого (або квазіфіксованого) валютного курсу до лібералізованого плаваючого через можливість одержання додаткової «валютної премії». Ажіотаж спекуляцій в Україні на підвищенні цін нині досяг кульмінаційної межі і переходить у паніку. Таким чином, маємо стан початку нової фінансової кризи на початок 2015 року в Україні на фоні швидкого переходу від зростання ринку до 2013 року і різкого падіння у 2014 року. Це

підтверджує тезу, що « кураж фінансових спекуляцій передує фінансовим кризам. Але спекуляції ніяким чином не є причиною криз»[1].

1.2. Висока частка великих і контрольних пакетів акцій і низький free-float роблять український ринок цінних паперів неліквідним і нестійким. В індексному кошику Української біржі (УБ) представлені десять найбільш ліквідних паперів, які є свого роду індикатором стану вітчизняного фондового ринку[2]. А саме: Алчевський металургійний комбінат, Авдіївський коксохімічний завод, «Азовсталь», Райффайзен Банк Аваль, «Центренерго», «Донбасенерго», Єнакіївський металургійний завод, «Мотор Січ», «Укрнафта» й Укрсоцбанк. Структура акціонерної власності в Україні – це переважання великих і контрольних пакетів акцій (stakeholder capitalism). Зазвичай, це виражається в наявності одного чи декількох груп власників, які контролюють компанію. Така структура власності характерна для економіки перехідного періоду з розширеним державним втручанням на першому етапі і поступовим зменшенням долі участі держави в подальшому. Акції з індексного кошика УБ можна вважати блакитними фішками лише за українськими критеріями і тільки порівняно з іншими вітчизняними паперами. В умовах низького free float і небажання корпорацій ставати публічними, обсяги і ліквідність ринку обмежені, що негативно відображається на обсягах торгів та участі у процесах інвестування населення та інших корпорацій. Крім цього, основним недоліком українських блакитних фішок є низький рівень free-float і недостатнє корпоративне управління… « За кількістю акцій у вільному обігу жодна вітчизняна найбільш ліквідна компанія не потрапила б до лістингу провідних європейських бірж, адже там необхідно надавати у відкритий доступ мінімум 25% своїх цінних паперів. Весь free-float 10 українських фішок з індексного кошика УБ оцінюється в розмірі менше $300 млн. Це мізерно мала сума навіть для одного хорошого іноземного фонду…»[3]. Аналітики фондового ринку в сучасних умовах приходять до висновку, що інвестиції в акції українських емітентів можливі тільки на довгострокову перспективу: « з одного боку, ціни знаходяться на дні і такі події, як падіння курсу національної валюти і можливий початок бойових дій, вже не роблять впливу на зростання продажів. З іншого – ринок неліквідний і без припливу нових грошей адекватної оцінки паперів не буде»[4]. За даними експертів[5], в Україні всього декілька в повному сенсі «публічних» компаній, і то акції їхніх холдингів обертаються не всередині країни, а на Лондонській і Варшавській фондових біржах. Формально вони не

---

[1] *Корнєєв В.В.* Кураж і ризики фінансових спекуляцій. /В.В. Корнєєв – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : ttp://news.finance.ua/ua/news/~/138462

[2] Фондовий ринок. BIN.ua. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://bin.ua/news/finance/stockmarket/

[3] Українці переводять заощадження з депозитів у цінні папери. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ua-ekonomist.com/6548-ukrayinc-perevodyat-zaoschadzhennya-z-depozitv-u-cnn-paperi.html. – назва з титул. екрану.

[4] Там само.

[5] *Сухоруков О.*Чому не розвивається фондовий ринок України, або п’ять лакмусових папірців ринковості української економіки. / Олексій Сухоруков. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://forbes.ua/ua/opinions/1377023-chomu-ne-rozvivaetsya-fondovij-rinok-ukrayini.

українські, просто володіють активами в Україні, але це не так важливо – теоретично державі вигідно, щоб таких компаній було багато, причому успішних. Хай навіть вони залучають гроші хоч на Місяці, адже ці кошти надходять у внутрішню економіку і збільшують ВВП. Але бізнесу в Україні не вигідно бути публічним. Не вигідно платити дивіденди, тому що для цього потрібно показувати прибуток і платити податки.

1.3. *Слабка інформаційна прозорість фінансового ринку на фоні достатньо розвинених інформаційних систем і технологій*. При оцінці інвестиційної привабливості емітента слід звертати увагу на його інформаційну прозорість – можливість швидко дізнаватися новини про компанію, які можуть вплинути на ціну акцій не тільки від регулятора, а й від інформаційно-аналітичної інфраструктури, а також взаємини власників підприємства з міноритарними акціонерами. Хоча деякі кроки щодо розкриття інформації на фондовому ринку України на законодавчому рівні здійснені[1], і Україна достатньо розвивається в частині використання інформаційних технологій (табл. 3.12), проте олігополістична структура власності та інформаційна непрозорість досі обмежують бажання і можливості доступу масового інвестора на фондовий ринок України.

Таблиця 3.12

Динаміка змін електронної готовності східноєвропейських країн у період з 2005 по 2014 роки (фрагмент)

Країна	Рейтинг				
	2005	2008	2012	2013	2014
.....	.....	.....	....	....	....
Чеська Республіка	29	25	42	42	42
Угорська Республіка	27	30	43	44	47
Республіка Польща	38	33	49	49	54
Словацька Республіка	36	38	64	61	59
Україна	***48***	***41***	***75***	***73***	***81***
Республіка Болгарія	45	43	70	71	73
Румунія	44	51	67	75	75
Республіка Білорусь	51	56	н/д	н/д	н/д
Грузія	н/д	98	88	65	60
Російська Федерація	50	60	56	54	50
Республіка Молдова	109	93	78	77	77
.....	.....	.....	....	....	....

Джерело: складено на основі: Офіційний сайт Всесвітнього економічного форуму (World Economic Forum). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.weforum.org/reports.

Аналізуючи показники електронної готовності за даними ООН, можна відзначити, що Україна досягла певних успіхів порівняно з іншими країнами пострадянського простору (табл. 3.12) в період 2005–2008 рр., однак у наступний період (2008-2013 рр.), можливо, у зв'язку із світовою кризою та

[1] Про внесення змін до Закону України "Про цінні папери ,та фондовий ринок" щодо розкриття інформації на фондовому ринку / Закон України № 3264-VI від 21 квітня 2011 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу. – http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3264-17

послідуючою рецесією відбулось певне уповільнення прогресивних процесів інформатизації.

За даними згаданого вище світового економічного форуму (*World Economic Forum 2014*) Україна посідає вже 81 місце, що порівняно з періодом 2005-2008 рр. демонструє все ж такі частково регресивні тенденції.

1.4. Низька частка залученого в інвестиційний процес населення призводить до низького рівня «проникнення» фондового ринку. При наявності в Україні значних людських ресурсів, частка населення, залученого в інвестиційний процес, історично мала. Заощадження населення на даному етапі неспроможні стати потужним джерелом інвестицій без проведення активної політики щодо стимулювання їх трансформації у фінансову сферу та подальшого розподілу на інвестиційні цілі. У той же час у 2004–2006 рр. спостерігалися позитивні зрушення в процесі формування та нагромадження інвестиційного потенціалу даних економічних суб'єктів та утворювався базис для забезпечення інвестиційних потреб української економіки; рівень фінансових ресурсів, що знаходяться у банківських та парабанківських установах, знизився та є недостатнім для задоволення потреб реального сектора економіки. Причинами цього є недовіра вкладників до фінансово-кредитних установ, що посилилася у 2009 р., і укорінилася в 2014, високий рівень інфляції, недостатній рівень гарантування повернення великих вкладів[1].

Багато причин низької інвестиційної активності також пов'язано як із загальними рисами менталітету українців, так і з пасивним або негативним настроєм держави, суспільства та інших референтних груп. Традиційні цінності українців тяжіють до європейських, але ще існує пострадянський менталітет. Свою роль грають і диспропорції ринку, зокрема олігополістична структура власності, низька інформаційна прозорість, низька ліквідність та галузеві деформації.

1.5. Сильна роль держави як акціонера знижує ліквідність і рівень «проникнення» на фінансовий ринок. Держава відіграє важливу роль у перерозподілі грошових ресурсів і є ключовим гравцем на валютному і фондовому ринку. ЇЇ цілі як головного акціонера формують напрями державної політики[2] (рис. 3.11)

---

[1] *Смєсова В.* Сутність та класифікація джерел національного інвестиційного потенціалу / В. Смєсова // Вісник ТНЕУ. – 2007. – Вип. 2. – С. 57–63.

[2] *Кириченко О.* Державні цінні папери у контексті розвитку ринку боргових зобов'язань. / О. Кириченко, І. Белоусова, В. Кудрицький // Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку «Україна фінансова». – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/148.htm

Рис. 3.11. Цілі держави як головного акціонера фінансового ринку

Джерело: узагальнено автором на основі: *Keim D.B.* Financial Market Anomalies / D.B. Keim // Chapter for the New Palgrave Dictionary of Economics, 2nd Ed. – 2006 April. – P. 52–68.

Крім забезпечення витрат бюджету, державні цінні папери мають обіг серед широкого загалу інвесторів, і в усьому світі є не лише надійним та ліквідним фінансовим інструментом для диверсифікації вкладень, а й визначальним орієнтиром (еталоном) для встановлення дохідності за корпоративними запозиченнями. Наприклад, Гонконг розробив орієнтовну криву доходності цінних паперів біржі, надходження від яких використовуються, в основному, для інвестування на міжнародних ринках, а не на фінансування державних витрат[1].

Підвищена роль держави як гравця на ринку цінних паперів України підкріплюється показниками з державними цінними паперами: тільки за підсумками 2013 року, в умовах скорочення макроекономічних показників, частка операцій з державними облігаціями України зросла з 67,78% до 74,58%. При цьому у 2013 році продовжилось «заморожування» операцій з облігаціями місцевих позик, частка контрактів за якими знизилася з 2.42% до 0,33%[2].

Участь держави у формуванні структури власності, на нашу думку, знижує залежність найбільших корпорацій з державною участю від залучення фінансування на внутрішньому ринку і є демотивуючим фактором для формування фінансового ринку з масовою участю інвесторів, оскільки він не є найбільш цікавим механізмом для залучення грошових коштів корпораціями (пріоритетними напрямками являються використання державних чи квазідержавних джерел фінансування, а також випуск єврооблігацій на привабливих для емітента умовах).

---

[1] *Долан Є.Дж.* Деньги , банковское дело и денежно-кредитная политика. Є.Дж. Долан, К.Д.Кемпбелл, Р.Дж. Кемпбелл ; под общ. ред В.Лукашевича. – пер. с англ. – М.: Туран, 1996. – С. 97.

[2] Звіт ДКЦПФР за 2013 рік «Рух ринку цінних паперів та фондового ринку до світових стандартів, задля економічного зростання держави» // Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://nssmc.gov.ua/activities/annual.

1.5. *Невдалий досвід «народних» IPO, який залучив на фондовий ринок масового інвестора, здатний також негативно позначитися на подальшій популяризації інвестування у фінансові інструменти*. Як показує практика, мінімум у половині випадків українські емітенти зазнають невдачі у цій діяльності[1]. Динаміка IPO українських компаній за 2005-2013 рр.[2] представлена в табл. 3.13.

Таблиця 3.13

Динаміка IPO українських компаній за 2005–2013 рр.

Рік	Назва компанії-емітента	Галузь	Частка акцій, %	Обсяг IPO, млн. дол.	Торговий майданчик
1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**
2005	Cardinal Resources	Нафта і газ	40	20	AIM LSE
	XXI Century	Нерухомість	36	139	AIM LSE
	Ukrproduct	Сільське господарство	27	11	AIM LSE
2006	Astarta Hokling	Сільське господарство	20	32	WSE
	LuAZ	Виробництво автомобілів	8	26	FWB
2007	TMM	Нерухомість	13	105	FWB
	Dragon	Нерухомість	100	208	AIM LSE
	Ferrexpo	Металургія	25	420	LSE
	Ais I Realty	Нерухомість	30	33	AIM LSE
	Kernel	Сільське господарство	38	218	LSE
	KDD Group	Нерухомість	20	130	AIM LSE
2008	Cadogan Petroleum	Нафта і газ	26	274	LSE
	Landkom International	Сільське господарство	10	22	AIM LSE
2009	МНР (Мироновский ХП)	Сільське господарство	19	323	LSE
	Mriya Agro Holding	Сільське господарство	20	90	FWB
	Regal Petroleum	Нафта і газ	4	39	AIM LSE
	Sintal Agriculture	Сільське господарство	15	35	FWB
	VK Development	Нерухомість	10	4	FWB
2010	Agroton	Сільське господарство	26	54	WSE
	Avangardco	Сільське господарство	23	208	AIM LSE
	Milkiland	Сільське господарство	22	80	WSE
	Sadovaya Group	Видобуток	27	54	WSE
2011	Coal Energy	Видобуток	25	78	WSE
	Industrial Milk Company	Сільське господарство	24	30	WSE
	Агроліга	Сільське господарство	17	1	WSE
	KSG Agro	Сільське господарство	33	40	WSE

[1] IPO для украинских компаний: нелёгкие деньги. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.prostobiz.ua/biznes/razvitie_biznesa/stati/ipo_dlya_ukrainskih_kompaniy_nelyogkie_dengi, 2011. – название с титул. экрана.

[2] Публичные размещения акций компаний Украины на зарубежных биржах. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://economics.unian.net/stockmarket/716416-publichnyie-razmescheniya-aktsiy-kompaniy-ukrainyi-na-zarubejnyih-birjah.html. – название с титул. экрана.

Продовження таблиці 3.13

1	2	3	4	5	6
2011	Ovostar Union	Сільське господарство	25	34	WSE
	Westa ISIC S.A.	Сільське господарство	25	46	WSE
2012	KDM Shipping	Транспорт і логістика	10,9	7,62	WSE
2013	Cereal Planet	Сільське господарство	139	2,25	WSE

Джерело: сформовано на основі: *Raghubir P* The Psychology of Financial Decision Making: A Case for Theory-Driven Experimental Inquiry / P. Raghubir, S. Das // Financial Analysts Journal (Special Issue on Behavioral Finance). – 1999, November. – P. 56–80.

З таблиці видно, що основні біржі, на яких розміщуються акції українських компаній, є: Варшавська фондова біржа (WSE), Лондонська фондова біржа (LSE) та її альтернативний майданчик (AIM LSE), а також Франкфуртська біржа (FWB). Активне використання Варшавської фондової біржі (WSE) пов'язане з тим, що це єдина біржа, яка має активно працююче представництво в Україні, також вимоги до проспекту емісії на ній дуже близькі до вимог українського законодавства. В даний час на WSE торгуються акції 11 українських компаній: десять – на основному майданчику, одна – на альтернативній NewConnect.

Із дванадцяти українських компаній, які проводили IPO в 2005-2010 рр., тільки пять принесли прибуток інвесторам. Серед них агропромисловий холдинг «Астарта» (середня прибутковість – 75% річних), також компанія з агропромислового сектора – «Кернел» (54% річних); підприємство з гірничо-металургійного сектора компанія «Ferrexpo plc.» (45% річних). Акції інших компаній-емітентів продемонстрували обвальне падіння, що було пов'язано з погіршенням ставлення інвесторів до певних галузей економіки або ж незадовільну оцінку інвесторами самих компаній[1]. Крім цього, пасивна позиція держави в реформах відносно до інвестиційного процесу призводить до низьких обсягів, які знаходяться під управлінням інституційних інвесторів.

Для фінансового ринку України характерним є висока частка маніпулятивних і інсайдерських рухів на ринку; етика і традиції торгівлі знаходяться в зародковому стані. Це пов'язано як з ментальними особливостями учасників, так і з природою ринку: висока волатильність, низька ліквідність, низький free-float, невеликі обсяги торгів, відкритість інфраструктури, низький урівень законодавчої та регулятивної бази, практично повна відсутність санкцій роблять ринок вразливим для маніпуляцій. Конфлікти інтересів на різних рівнях не є врегульованими як з точки зору профучасників, так і з ментальної. Таким чином, можна визнати, що український ринок слабкою мірою виконує основну функцію, пов'язану з залученням грошових ресурсів, їх перерозподілом і довгостроковим фінансуванням економіки.

[1] Дело: Самые успешные IPO украинских компаний за пять лет. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://korrespondent.net/rynki/stockmarket/1146974-delo-samye-uspeshnye-ipo-ukrainskih-kompanij-za-pyat-let. – название с титул. экрана.

2. Рівень розвитку ринку цінних паперів.

2.1. Рівень розвитку українського фондового ринку відповідає рівню, що розвивається, а на сучасному етапі (2015 рік) перебуває на стадії «зламу». Протягом останнього двадцятиріччя між кризами (1996 – 2015 рр.) український ринок цінних паперів розвивався в дусі класичного несформованого ринку. Інтенсивне і екстенсивне зростання капіталізації, інфраструктури, прозорості та інших факторів супроводжувався високими ризиками, волатильністю, проблемами ведення бізнесу – рисами, властивими фазі бурхливого росту і розвитку. Це свідчить про те, що... «вітчизняний фондовий ринок вже пройшов кілька складних етапів свого розвитку і потребує розробки його більш ефективної моделі. Сьогодні фондовий ринок України перебуває в нестандартній ситуації і переживає своєрідну стадію «зламу», якою визначатиметься його майбутнє[1].

Тобто, в Україні ринок цінних паперів є нерозвиненим і оборот цінних паперів стає однією з основних галузей фінансової сфери, без якої даремно сподіватися на нормальне функціонування складного механізму ринкової економіки. Як відомо, реформування власності супроводжується структурною перебудовою народного господарства і зумовлює створення фондового ринку, а останній сприяє закріпленню результатів такого реформування[2]. Реформи на фондовому ринку можна провести відносно легко, і вони досить швидко дадуть відчутний результат, проте нині в Україні це питання лежить скоріше в політичній, ніж у економічній площині. Рішення на рівні держави повинні одночасно бути спрямовані у п’яти напрямках[3]:

1. Справедлива приватизація**:**

– поява реальних ознак того, що для держави важлива приватизація за максимальною ціною, а не в «потрібні» руки;

– максимальна протидія корупції в процесі приватизації.

2. Скорочення кількості фондових бірж:

– скасування обов'язковості проведення приватизаційних аукціонів на біржі.

3. Підвищення ролі публічних компаній в економіці:

– перетворення однієї з компаній із державною часткою у зразок публічної корпорації, можливо, із проведенням SPO в Лондоні чи Варшаві;

– програма державної підтримки IPO українських емітентів.

4. Стимулювання внутрішнього інвестора:

– скасування податку на відсотковий дохід для інвестиційних фондів;

– ліквідація обмежень на інвестиції в якісні іноземні цінні папери;

---

[1] *Поплавська М.В.* Особливості формування фондового ринку України / М.В. Поплавська // Економіка та держава. – 2011. – №2. – С.79–81.

[2] *Савчук О.І.* Фондовий ринок в Україні та особливості формування його інфраструктури / О.І. Савчук, М.П. Дранович. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://intkonf.org/savchuk-oi-dranovich-mp-fondoviy-rinok-v-ukrayini-ta-osoblivosti-formuvannya-yogo-infrastrukturi/

[3] *Сухоруков О.*Чому не розвивається фондовий ринок України, або п’ять лакмусових папірців ринковості української економіки. / Олексій Сухоруков. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://forbes.ua/ua/opinions/1377023-chomu-ne-rozvivaetsya-fondovij-rinok-ukrayini.

– відсутність податку на прибуток, отриманий від тривалих (не менш як два-три роки) інвестицій у цінні папери українських емітентів;

– визначення термінів і принципів пенсійної реформи.

5. Залучення іноземного капіталу:

– скасування «інвестиційних рахунків»;

– запуск валютних ф'ючерсів.

Це не вичерпний список, його можна розширювати, наприклад, у напрямку захисту прав інвесторів і взагалі захисту прав власності. Прослідковується щільний зв'язок українського ринку цінних паперів з розвиненими ринками і ринками країн, які розвиваються.

Уповільнення темпів зростання світової економіки в посткризовий період (темпи зростання світового ВВВ у 2012 р. становили 5.2 %, у 2013-му – 3.8 %, у 2014 р. прогнозувалося на рівні 3.3 %)[1] посилює невизначеність щодо майбутнього функціонування глобального середовища. Негативним фактором розвитку є диспропорційність рівня зростання між розвиненими країнами (прогноз зростання на 2014 р. – 1.2 %) та країнами, що розвиваються (прогноз зростання 5.4%), що може поглиблювати кризові явища в бюджетному та фінансовому секторах цих країн. Не зважаючи на макроекономічні труднощі, головною причиною, яка посилює невизначеність, є те, що причини, що викликали кризу, не усунені. Головні заходи з подолання кризи здійснювалися в межах старої "спекулятивної" фінансової системи, що тільки маскує та поглиблює диспропорції, які призвели до кризових наслідків[2].

2.2. Обсяги біржових контрактів динамічно зростають, при *цьому їх частка у світових залишається незначною*. Обсяг торгів і ліквідність є одними з головних показників розвитку українського ринку цінних паперів (табл. 3.14). Негативні тенденції в скороченні обсягу біржових контрактів присутні на Українській біржі: в 2011 р. – 63867,85 млн. грн., в 2012 р. – 24100,52 млн. грн., в 2013 р. – 10929,48 млн. грн. На кінець 2013 року обсяг угод Української біржі в загальній структурі обсягу біржових договорів склав 2,3%, що майже на 25% нижче, ніж у 2011 році. У 2014 р. ситуація погіршилася ще більше, оскільки основна частка торгів була укладена на двох біржах – Фондовій біржі ПФТС та Українській біржі.

Основними тенденціями світового фондового ринку останніх років є комерціалізація бірж (її акціонування та генерація прибутковості біржової діяльності) та об'єднання бірж задля отримання конкурентних переваг. На сьогодні Україна – світовий лідер за кількістю фондових бірж на одиницю населення. А це відбулося тому, що корумповані чиновники придумали проводити приватизацію держпакетів через біржі.

---

[1] *Шкодіна І. В.* Основні диспропорції розвитку світового господарства на сучасному етапі / І.В. Шкодіна // Фінанси України. – 2010. – № 7. – С. 58–64.

[2] *Eswar S.* Prasad Role Reversal / S. Eswar // Finance & Development. – 2013, December. – Vol.48. – №4. – P. 30–37.

Таблиця 3.14

Обсяг біржових контрактів (договорів) з цінними паперами на організаторах торгівлі за 2011–2014 рр.

Торгова біржа	2011		2012		2013		2014	
	млн. грн.	%	млн. грн.	%	млн. грн.	%	млн. грн.	%
Українська фондова біржа	396,37	0,17	434,41	0,16	3411,38	0,72	463,1	1,95
Київська міжнародна фондова біржа	2081,08	0,88	2127,64	0,81	11822,06	2,49	2282,56	9,62
Фондова біржа ПФТС	88859,77	37,68	89524,23	33,88	112979,90	23,80	9899,67	41,74
Українська міжбанківська валютна біржа	2,39	0,001	62,63	0,02	1,50	0,0003	1,2	0,01
Фондова біржа «Іннекс»	32,30	0,01	10,01	0,004	220,78	0,05	9,81	0,04
Придніпровська фондова біржа	245,23	0,10	650,27	0,25	13090,14	2,76	113,6	0,48
Українська міжнародна фондова біржа	1083,58	0,46	990,00	0,37	1231,42	0,26	988,75	4,17
Фондова біржа «Перспектива»	79071,89	33,53	146007,09	55,25	319863,11	67,39	495,94	2,09
Східно-європейська фондова біржа	199,61	0,08	356,67	0,13	1 085,10	0,23	877,2	3,70
Українська біржа	63 867,85	27,08	24 100,52	9,12	10 929,48	2,30	8587,99	36,21
ВСЬОГО	235 840,07	100	264 263,50	100	474 634,86	100	23719,82	100

Джерело: розраховано автором з даними Українська фондова біржа http://ukrse.com.ua/; Українська біржа http://www.ux.ua/; Київська міжнародна фондова біржа http://www.kise.com.ua/; Фондова біржа ПФТС http://www.pfts.ua/; Українська Міжбанківська валютна біржа http://uicegroup.com/uk/grupa-umvb/; Фондова біржа «Іннекс» http://www.innex-group.com/; Придніпровська фондова біржа http://www.pse.com.ua/; Українська міжнародна фондова біржа http://www.uise.com.ua/?aboutus; Фондова біржа «Перспектива» http://fbp.com.ua/; Східно-європейська фондова біржа http://www.eese.com.ua/

З одного боку, це дає можливість зменшувати кількість покупців руками біржовиків, а з другого – дозволяє чиновникам отримувати «відкати» від біржової комісії. Деякі біржі належать ФПГ, їх передусім тримають для участі у приватизаційних аукціонах. При цьому будь-який чесний біржовик скаже, що з проведенням прозорого й відкритого аукціону в Фонді держмайна могли б справитися два-три не найдорожчі працівники. Це дало б змогу заощадити 1% біржової комісії та зробити процес продажу повністю контрольованим для забезпечення максимальної ціни продажу[1].

Ці процеси розпочалися ще наприкінці ХХ ст. та в пост-кризові періоди розвитку фінансового ринку переживають сплеск активності. Проте не варто переоцінювати економічний ефект від таких угод – не завжди можна говорити про наявність синергетичного ефекту (наприклад, індекс світових бірж (Bloomberg World Exchanges Index) на 42 % нижче максимумів 2007 р., тоді як глобальний ринок акцій – лише на 20 %, що свідчить про стагнацію доходів найбільших світових бірж)[2].

2.3. Позабіржовий ринок нестійкий, непрозорий, не достатньо *регульований і малоліквідний. При цьому на його частку припадає чимала частина торгових оборотів.*

Український позабіржовий ринок є нестійким, з підвищеною волатильністю. Як і на більшості ринків, що формуються, на українському ринку відзначається підвищена волатильність і рівень ринкового ризику. Крім внутрішньої волатильності, викликаної різними видами диспропорцій, високими ризиками, відкритістю ринку, обмеженою ліквідністю, обмеженим інструментарієм, слабким регулюванням, слабким рівнем моніторингу, український ринок схильний до впливу волатильності на розвинених та інших ринках, що розвиваються. Волатильність і ринковий ризик викликають підвищений рівень спекулятивного настрою, нестійкість ринку і його схильність до маніпуляцій.

2.4. Український фондовий ринок залишається вразливим і залежним від поведінки іноземних інвесторів. Дана залежність частково пов'язана з відносним дефіцитом грошових ресурсів усередині країни для модернізації економіки.

У 2010-2011 роках можна прослідкувати динаміку зміни грошової маси агрегату М3, де була помітною його зміна, а саме: якщо у 2010 році він помітно збільшувався, проте у 2011 році пішов на спад (рис. 3.12 – 3.13).

Основним чинником збільшення грошової маси у 2012 році було нарощування депозитної бази банків (залишки коштів за депозитами зросли на 78,7 млрд. грн., або на 4,6%). Інша вагома складова грошової маси – готівкові гроші в обігу поза депозитними корпораціями (М0) за 2012 рік збільшилися на 5,5%.

---

[1] *Сухоруков О.*Чому не розвивається фондовий ринок України, або п’ять лакмусових папірців ринковості української економіки. / Олексій Сухоруков. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://forbes.ua/ua/opinions/1377023-chomu-ne-rozvivaetsya-fondovij-rinok-ukrayini.

[2] High Frequency Trading. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.highfrequencytraders.com.

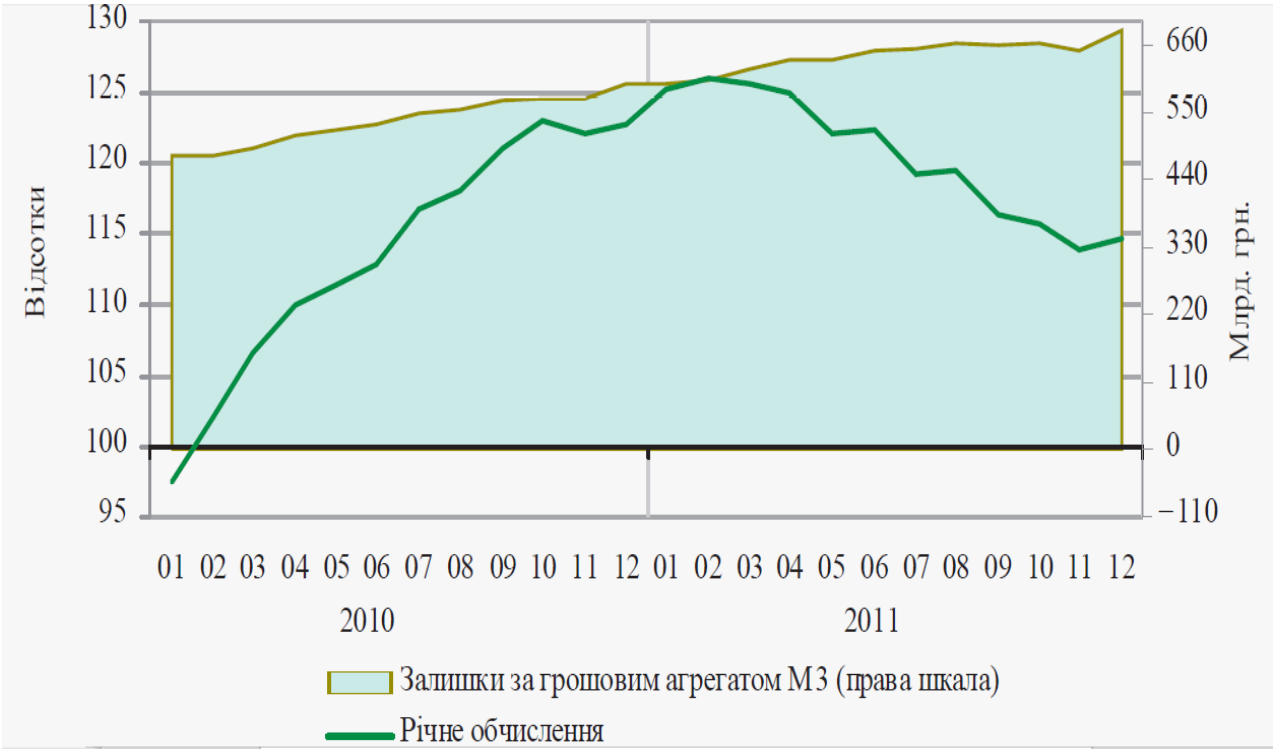


Рис. 3.12. Динаміка грошової маси у 2010-2011 рр.

Джерело: сформовано на основі: Річний Звіт Національного банку України за 2011 рік // Офіційний сайт Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=121938.

Незважаючи на прискорення темпів зростання готівки порівняно з попереднім 2011 роком (за 2011 рік випуск готівки в поза банківський обіг зріс на 5,3%), її частка в загальному обсязі грошового агрегату М3 скоротилася до 26,3%[1]. Грошовий агрегат М1 збільшився за 2012 рік на 3,9% порівняно зі зростанням на 7,3% у 2011 році. Така динаміка грошового агрегату М1 була зумовлена уповільненням темпів приросту переказних депозитів у національній валюті до 1,4% порівняно з 10,7% у 2011 році. Приріст грошового агрегату М2 за 2012 рік на 13,1%, або на 89,3 млрд. грн. було зумовлений як зростанням грошового агрегату М1, так і зі збільшенням переказних депозитів у іноземній валюті на 9,8%, або на 5,1 млрд. грн. та інших депозитів у іноземній валюті на 22,6%, або на 72,1 млрд. грн., із них у національній валюті – на 37,1 млрд. грн.

Тенденція до зростання монетарної маси збереглася і в 2013 р. Грошова база в Україні зросла у 2013 році на 20% - до 307,2 млрд грн, монетарна маса - на 17,2%, до 906,3 млрд грн. Зростання грошової маси відбувалося виключно за рахунок зростання коштів у національній валюті. (на 26,0% – до 661,5млрд. грн.), що відображало підвищення довіри до грошової одиниці України. Обсяг грошової маси в іноземній валюті за цей період зменшився на 0,3% – до247,6 млрд. грн. Грошова маса збільшувалася завдяки зростанню як депозитної, так і

[1] Річний Звіт Національного банку України за 2012 рік. // // Офіційний сайт Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2150782

готівкової складових. Готівкова складова грошової маси за 2013 рік збільшилася на 17,0% – до 237,8 млрд. грн.

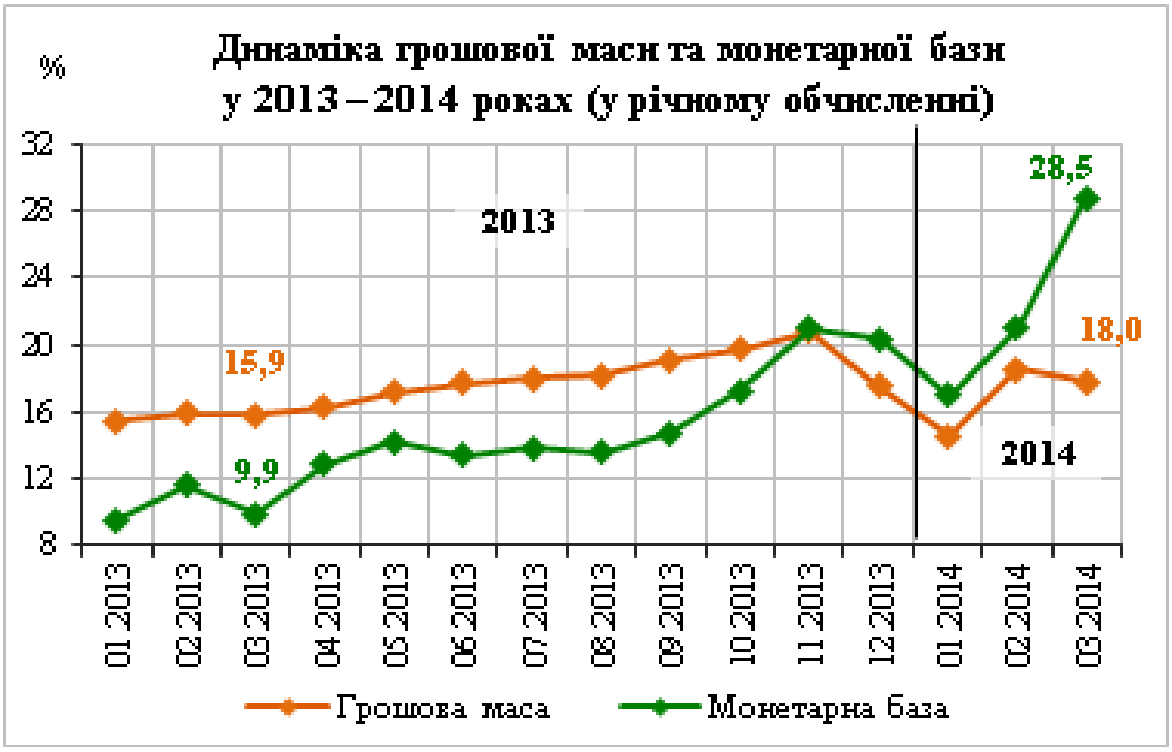


Рис. 3.13. Динаміка грошової маси у 2013-2014 рр.

Джерело: Монетарний огляд Національного банку України http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=7682362

Зростання грошової бази в Україні 2014 року сповільнилося до 8,5% з 20,3% попереднього року, опинившись суттєво нижче за граничне значення, встановлене основними принципами грошово-кредитної політики (до 28%). Хоча у першій половині 2014 р. спостерігалося зростання як грошової, так і монетарної бази, що в цілому негативно позначилося на динаміці розвитку ринку цінних паперів. Негативні тенденції пов'язані не стільки із безпосередніми тенденціями монетарних показників, скільки із наслідками тісного взаємозв'язку українського ринку цінних паперів із показниками розвитку фінансового ринку в цілому та банківської системи зокрема.

Інтеграція нашої країни у світовий економічний простір та в міжнародні фінансові структури веде до активного проникнення іноземного капіталу у вітчизняний банківський сектор. Цей процес несе в собі позитивні й негативні тенденції (табл. 3.15), які суттєво впливають на фінансовий ринок країни в цілому та ринок цінних паперів зокрема.

Таблиця 3.15

Позитивні та негативні тенденції входження іноземного капіталу в банківську систему України

Позитивні тенденції	Негативні тенденції
Залучення іноземних інвестицій та розширення ресурсної бази банків	Вивезення капіталу у вигляді прибутку за межі держави
Мінімізація банківських ризиків через територіальну диверсифікацію іноземного капіталу	Обмеження суверенітету в грошово-кредитній політиці і перспектив реалізації національних економічних пріоритетів
Зростання конкуренції, зниження рівня вартості банківських послуг	Поступове витіснення з окремих сегментів ринку банківських послуг банків з національним капіталом
Запозичення міжнародного досвіду банківського менеджменту та інноваційних банківських технологій	
Надання спектру якісних банківських послуг	Ризик нарощування спекулятивної діяльності
Підвищення кваліфікаційного рівня банківського персоналу	Засилля в топ-менеджменті банків іноземних фахівців, які мають корпоративні інтереси
Зміни в банківському нагляді, пов'язані з адаптацією національного законодавства до рекомендацій Базельського Комітету	Низька адаптованість чинної законодавчої бази міжнародним стандартам регулювання банківського капіталу

Джерело: складено автором за даними Владимир О. М. Банки в системі організації валютних відносин в умовах ринкових трансформацій економіки України: Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук: 08.00.08 / Ольга Михайлівна Владимир. – Тернопіль, 2012. – 196 с.; Корнилюк Р. Іноземні банки в Україні: виживають сильніші [Електронний ресурс] / Роман Корнилюк // Реальна економіка, 30.01.2013 р. — Режим доступу: htip://real-economy. com. ua/ publication/22/33205. html.; Козоріз М. А. Методологічні засади дослідження впливу іноземного капіталу на розвиток банківської системи України / М. А. Козоріз // Фінанси України. – 2007. – №11. – С. 95-102.

Архітектура українського фондового ринку передбачає відкритість для іноземних інвесторів. Настільки сильна залежність від поведінки інвесторів-нерезидентів сприяє нестійкості та неефективності українського фондового ринку. Теоретично в українського приватного інвестора немає проблем з тим, щоб купити іноземні цінні папери, які обертаються на закордонних біржах. Більшість великих брокерських контор надають такі можливості. Однак в силу недостатньої фінансової грамотності або незацікавленості (для інституційних інвесторів ще і в силу жорстких вимог до складу активів портфелів) кількість угод українських інвесторів, пов'язаних з торгівлею зарубіжними цінними паперами, невелика.

Після подій на Майдані 2013 року, так званої «Революції гідності» в кінці 2014 на початку 2015 року пішли процеси виводу іноземного капіталу з банківського сегменту українського фінансового ринку. Якщо в 2013 р. в Україні було вкладено 2,9 млрд. дол. (чистий приріст іноземного капіталу), то за минулий рік обсяг капіталу, що «втік» склав 11,2 млрд. дол.[1].

[1] Аналіз роботи уряду Яценюка в 2014 році. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу :

Відсутність системного попиту призводить цей ринок у стан монополістичної конкуренції з наявністю нестандартизованих продуктів і високих комісій.

2.5. Дивідендна політика компаній не стандартизована та дивідендна прибутковість акцій не є важливим критерієм прийняття інвестиційних рішень. У розвинених країнах ринок цінних паперів об'єднує не тільки товстосумів-мільйонерів, але й дозволяє заробляти (втім, як і програвати) гроші офісним клеркам або домогосподаркам. Для більшості ж наших співгромадян єдиним знайомством з акціями стала приватизація 90-х рр. Але навіть ті, кому вдалося обміняти свої майнові сертифікати на акції підприємств, отримали від них мало користі. Деякі про свої акції забули, а інші так і не побачили дивідендів або – у кращому випадку – отримали копійки. Процедура покупки-продажу акцій на біржі для простого громадянина була складна і заплутана. Але з недавніх пір пересічні українці отримали можливість торгувати акціями на біржі в режимі реального часу і через Інтернет. Поки цією можливістю скористалися 3-3,5 тис. осіб[1].

В Україні рясні дивіденди виплачують «блакитні фішки» Української біржі – провідної платформи для торгівлі акціями в країні. Серед них "Райффайзен Банк Аваль" та енергокомпанії Добнасенерго" і "Центренерго", в яких держава володіє 25- та 78-процентнтими частками відповідно. Вони витрачають половину свого чистого прибутку на виплату дивідендів[2] (рис. 3.14).

Більша частина їхнього прибутку за 2013р. спричинена інвестиційною надбавкою до тарифів, яка мала б бути витрачена на модернізацію. Акціонери "Центренерго" поки що вирішили направити на виплату дивідендів лише 30% чистого прибутку за 2013р., який склав 486 мільйонів гривень. «Очікується, що вони проведуть ще одні збори, де приймуть рішення виконати урядову постанову щодо 50-відсоткової норми для виплати дивідендів, в той же час, "Донбасенерго" з 531,5 мільйона гривень чистого прибутку за минулий рік муситиме виплатити акціонерам 265,75 мільйона гривень, дохідність складе 25,6%. Коли "Донбасенерго" приватизовували в серпні 2013р., умови приватизації передбачали вимогу сплати лише 30% чистого доходу на дивіденди. Отже, "Енергоінвест Холдинг" – теперішній мажоритарний акціонер компанії – може оскаржити в суді вимогу виплатити 50% чистого прибутку в якості дивідендів[3]». Таким чином, дивідендна дохідність не є домінуючим фактором і для українського інвестора.

---

http://opposition.org.ua/uk/news/analiz-roboti-uryadu-yacenyuka-v-2014-roci.html. – Назва з титул. екрану.

[1] *Сорочан* О. На какие фишки ставить. / О.Сорочан // Новости Украины от LB.ua. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://economics.lb.ua/finances/2011/04/26/94069_na_kakie_fishki_stavit.html

[2] Розмір дивідендів для компаній, в яких присутня державна частка власності в Україні у 2014 р був на рівні 50%, в той час як попередня норма передбачала 30%.(Авт.)

[3] *Верстюк І*. Рясні дивіденди «блакитних фішок». / І. Верстюк // Новини України від LB.ua. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://economics.lb.ua/business/2014/05/04/265044_ryasni_dividendiblakitnih_fishok.html

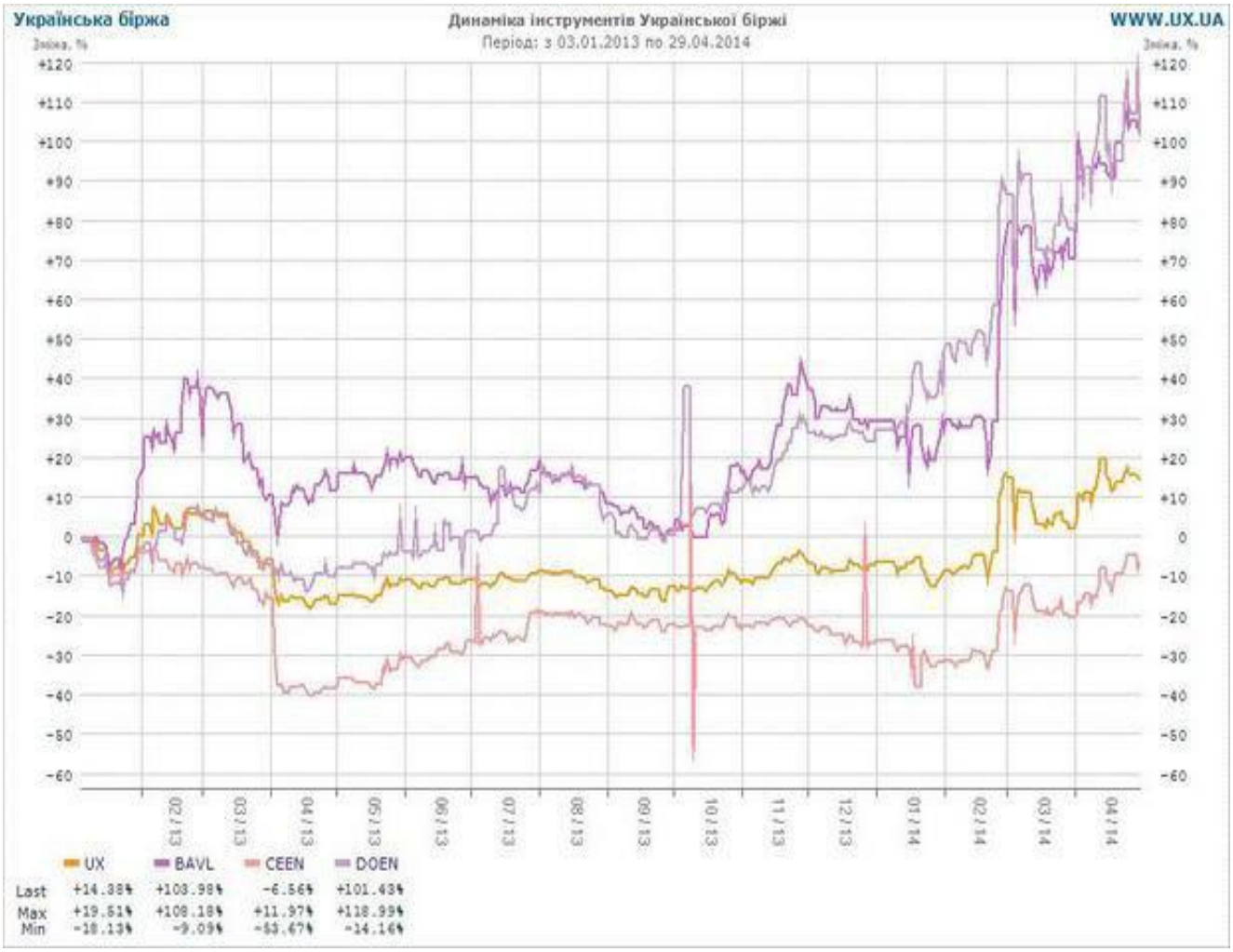


Рис. 3.14. Порівняння темпів росту індексу Української біржі – UX, акцій банку "Аваль" – BAVL, "Центренетрго" – CEEN, "Донбасенерго" – DOEN

Джерело: Українська біржа http://www.ux.ua/

2.6. Розвиток біржових інструментів є нерівномірним: окремі сектори ростуть швидко, безпідставно і безконтрольно (це підвищує спекулятивний настрій, схильність маніпуляціям і ймовірність настання «ефекту доміно»), інших не існує взагалі (табл. 3.16).

Як видно з даних, представлених у таблиці 3.16, найбільша частка торгів припадає на державні облігації України (у 2014 р. – 88,25%), найменшою є частка облігацій місцевих позик. Частка акцій протягом досліджуваного періоду знизилася з 33,68% у 2011 р. до 4,15% у 2014 р. Частка корпоративних облігацій до 2014 р. коливалася на рівні 9-10%, у 2014 р. знизилася удвічі через падіння кредитних рейтингів багатьох потенційних емітентів. Слід зазначити, що погіршення тенденцій динаміки та структури біржових контрактів у 2014 р. пов’язане із погіршенням економічної ситуації в Україні та загостренням воєнного конфлікту на Сході держави.

Таблиця 3.16

Обсяг виконаних біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі (з розподілом по виду фінансового інструменту) за 2011-2014 рр.

Види цінних паперів	2011		2012		2013		2014	
	млн. грн.	%	млн. грн.	%	млн. грн.	%	млн. грн.	%
Акції	79433,71	33,68	23433,37	8,87	45322,66	9,55	25684,32	4,15
Облігації підприємств	21526,27	9,13	26363,75	9,98	49410,51	10,41	32823,98	5,31
Державні облігації України	99128,94	42,03	179127,70	67,78	351328,71	74,02	545768,49	88,25
Облігації місцевих позик	462,04	0,20	6388,80	2,42	904,05	0,19	580,31	0,09
Інвестиційні сертифікати	11 396,62	4,83	3989,30	1,51	6 263,63	1,32	4245,15	0,69
Похідні цінні папери	23982,47	10,17	24950,63	9,44	21 404,29	4,51	9322,73	1,51
ВСЬОГО	235840,07	100	264263,50	100	474 634,86	100	618425	100,00

Джерело: розраховано автором за даними звітів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf

3. Фрагментарність.

Ми поділяємо думку окремих учених, що фрагментарність як «особливий стан ринку цінних паперів, який характеризується наявністю бар'єрів у взаємодії між елементами і підсистемами, що призводить до появи диспропорцій, які порушують принцип єдності і цілісності системи та її підпорядкованості єдиній ї меті – забезпечення чесності і справедливості процесу ціноутворення»[1].

Українські біржі декларують політику розвитку, спрямовану на підвищення кількості обертаються інструментів (деривативів, біржових облігацій, акцій і т. д.) і практично відсутній сегмент облігацій місцевих позик, тобто процес розвитку інструментів нерівномірний.

*3.1. Біржові обсяги торгів фінансовими інструментами розподілені нерівномірно***.** В Україні мережа фондових бірж як система не існує, біржова структура характеризується високою фрагментарністю. Згідно з даними НКЦПФР, за підсумками січня-листопада 2013 року найбільшою фондовою біржею України за загальним обсягом торгів є ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» з оборотом 289,2 млрд. грн. (частка на вітчизняному біржовому ринку склала 67,7 %), на другому місці ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» – 102,4 млрд. грн. (24,0 %), третє місце посідає ПАТ «Українська біржа» – 10,3 млрд. грн. (2,4 %). Нерівномірна концентрація торгової активності на біржах є джерелом диспропорцій в інформаційних потоках з бірж, зокрема, в різних спредів у цінах цінних паперів, можливостях арбітражу.

3.2. На ринку існують інформаційні бар'єри. Враховуючи невисоку частку «проникнення» фондового ринку, кількість інформації, пов'язаної з інвестиційним процесом, можна оцінювати як достатньо високу, чого не можна сказати про її якість. Крім того, інформація може спотворюватися навмисно з метою маніпуляцій ринком, а також переслідуванням власних економічних чи політичних інтересів рекламодавців, і недостовірна інформація, подана під певним кутом, часто знаходить свого споживача, враховуючи невисоку фінансову грамотність населення і схильність до «надійних джерел» і пошуку «інсайда». Відзначимо, що існують й інші інформаційні бар'єри, пов'язані з нерівномірним поширенням інформації, нерівним доступом до неї учасників та отриманням її кінцевим споживачем в спотвореному вигляді.

С. Вайн також рекомендує особливе значення приділяти політичній інформації, яка має велике значення для прийняття інвестиційних рішень, але яку важко закласти в моделі[2]. Політична інформація має особливе значення для інвесторів в останні роки в Україні, враховуючи велику роль держави як акціонера, інвестора і регулятора на українському фондовому ринку. Дослідження впливу політичної та інформації військових дій в Україні на динаміку ринків є, на наш погляд, перспективною галуззю наукових розробок.

---

[1] *Тормозова Т.В.* Фрагментарность рынка ценных бумаг // Вестник Финансовой. Академии. – М.,2003. – №3. – С. 122–128.

[2] *Вайн С.А.* Методы принятия инвестиционных решений на финансовых рынках : дис.... канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Саймон Александер Вайн ; ГОУВПО «Академия народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации». – М., 2006.– С. 93.

3.3. На ринку відсутні централізовані депозитарій і розрахунково-клірингова організація; існує безліч торгових систем з різним набором характеристик і особливостей, що вносить диспропорції в торговий процес. Останнє особливо впливає на приватних інтернет-трейдерів, більшість з яких приймає торгові рішення на основі побудованого і постійно підтримуваного власного інтерфейсу однієї або декількох торгових систем. Крім торгових систем, що використовуються великою кількістю брокерів (Quik, Transaq, Netinvestor та ін.), існує чимало торговельних систем, що надаються клієнтам лише однією брокерсько-дилерської компанією (Alfa-direct, Aton-line та ін.). У кожної з них є переваги, недоліки та інформаційні та технологічні особливості, які можуть впливати на інвестиційну поведінку.

В умовах кризи керівники та акціонери бірж також виявилися залучені в дану дискусію. Однак практичних кроків, спрямованих на об'єднання, поки не зроблено.

*3.4. Регулятивна система українського фондового ринку є обтяжуючою, розрізненою, з обмеженим набором ресурсів***.** Роль фінансового ринку у фінансово-економічній ситуації, яка склалася в Україні, надзвичайно важлива. Фінансовий ринок дає необмежені можливості для інвестицій і тому постійно перебуває в центрі уваги ВРУ, Президента України, Кабінету Міністрів та ін. органів. В Україні фінансовий ринок лише формується, на ньому ще не встановилися традиції та правила роботи, саме ця причина, в першу чергу, обумовлює необхідність приведення в дію системи ефективного регулювання фінансового ринку з боку державних структур[1]. Характерною особливістю вітчизняних фінансових установ на фінансовому ринку є невідповідність їх діяльності міжнародним стандартам, зокрема правилам та процедурам, визначеним директивами Європейського Союзу. Найбільш суттєвими відхиленнями від загальновизнаних стандартів є: низький рівень уніфікації регуляторних вимог до фінансових установ, у тому числі до розкриття регулярної та особливої інформації; відсутність дієвих механізмів захисту законних прав акціонерів, особливо у ряді банкрутства або реструктуризації товариств та клієнтів фінансових установ у випадку шахрайства та зловживань з боку менеджерів і власників[2]. Якщо не вжити заходів, то будь-які кроки до інтеграції України в європейський економічний простір призведуть до банкрутства професійних учасників ринку та отримання українськими підприємствами фінансових ресурсів за високими цінами, а головне – до поглинання інфраструктури фінансового ринку більш організованими і капіталізованими конкурентами. Тому для подолання диспропорцій у розвитку фінансового ринку держава має створити сприятливі передумови для їх регулювання[3]. На сьогодні потребує уточнення категорія клієнтів, які діють на

---

[1] *Еш С.М.* Фінансовий ринок : навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / С.М. Еш. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – С. 42.

[2] Стратегія розвитку фінансового сектора України до 2015 року: проект. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://kbs.org.ua/files/dpee1.pdf

[3] *Мацелюх Н.П.* Необхідність та передумови регулювання фінансового ринку України / Н.П.Мацелюх // Україна в нових реаліях: політичні, економічні та правові орієнтири розвитку :

регульованому ринку як професіонали. Професійним клієнтом є клієнт, який має досвід і знання, достатні для прийняття самостійних інвестиційних рішень, і правильно може оцінити ризики, які його переслідують (додаток Директива про фінансові ринки)[1].

На сучасному етапі розвитку фондового ринку України немає об'єктивних передумов для формування ринкових механізмів саморегулювання та ціноутворення. Саме тому фондовий ринок, з одного боку, насичений цінними паперами, а з іншого – в його діяльності бере участь велика кількість суб'єктів, які часто мають спекулятивний характер. З огляду на це, важливого значення набуває ефективна державна політика регулювання ринку. Згідно з Програмою розвитку фондового ринку України на 2012-2014 рр.[2], основною функцією фондового ринку є перерозподіл інвестиційних ресурсів та забезпечення грошовим капіталом потреб виробництва.

Хоча в процесі регулювання діяльності на фондовому ринку державою реалізуються різні підходи до регулювання діяльності як професійних, так і інших учасників ринку, воно повинно забезпечувати рівні права та однаковий доступ до ринку всіх його суб'єктів, максимальну прозорість ринку, конкурентне середовище, демонополізацію ринку[3]. На нашу думку, низка регуляторів має відпрацювати питання, пов'язані з підвищенням рівня інвестиційної культури населення. Це можливо, зокрема, шляхом проведення НКЦПФР, НБУ, Нацкомфінпослуг, Мінфіном України єдиної державної політики щодо підвищення рівня інформаційного забезпечення виходу фізичних осіб на фондовий ринок.

Існує ймовірність того, що для подолання наслідків кризи 20014 року і профілактики подібних криз у майбутньому система регулювання стане ще більш жорсткою, знизивши привабливість ринку для інституційних та масових інвесторів і підсиливши його неефективність і диспропорції.

3.5. Інституційна структура ринку і склад профучасників на українському ринку цінних паперів є різнорідною. Наявність фінансових інститутів, які здійснюють трансформацію грошових потоків у межах ринку, дає змогу подолати суперечність між потребами суб'єктів господарювання та обмеженими можливостями індивідуальних інвесторів, що зумовлена як часовим фактором, так і заощаджувальним потенціалом окремих власників капіталу[4]. Сучасна інституціональна структура фінансового ринку України

збірник наукових праць за матеріалами ІІ Міжнародної науково-практичної конференції, 17 травня 2011 року / Національний університет ДПС України, НДІ фіаннсового права. – К.: Алерта, 2011. – С. 304.

[1] Про ринки фінансових інструментів / Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21 квітня 2004 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/994_586

[2] Програма розвитку фондового ринку на 2012–2014 роки / Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan. – Назва з титул. екрану.

[3] *Буднік М.* Фінансовий ринок : навч. пос. / М.М.Буднік, Л.С. Мартюшева, Н.В. Сабліна. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – С. 25.

[4] *Базилевич В.Д.* Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах / В.Д.Базилевич // Фінанси України. – 2009. – №12. – С.5–14.

складається з бірж, банків, брокерських фірм, системи міжбіржових і міжброкерських (міждилерських) зв'язків, інвестиційних фондів[1]. Інституційна структура фінансового ринку формується на основі субординації виконуваних фінансовими інститутами функцій у процесі виконання фінансових угод та складається з таких рівнів: рівень регулювання (інститути-регулятори фінансового ринку), рівень виконання (фінансові інститути-посередники) та рівень забезпечення (інститути інфраструктури фінансового ринку)[2]. На її діяльність впливають чинники (табл. 3.17).

Таблиця 3.17

Проблеми фінансового ринку України, обумовлені впливом інституційних чинників

Чинник	Характеристика проблемної ситуації
Рівень законодавчої та політичної стабільності	Високий рівень державного регулювання – політика державного «дирижизму»
	Розбалансованість законодавчого регулювання
	Низький рівень захисту прав власності
	Відсутність державного регулювання процесів злиття та поглинання
Відкритість учасників ринку	Низький рівень корпоративного управління, особливо фінансового менеджменту
	Інформаційна закритість, низький рівень прозорості учасників фінансового ринку
	Незначний рівень конкуренції на ринку капіталу
Рівень розвитку інститутів фінансового ринку	Незначний рівень конкуренції між фінансовими інститутами на ринку капіталу

Джерело: складено на основі: *Рекуненко І.* Необхідність розробки системи індикаторів, що характеризують інфраструктуру фінансового ринку / І. І. Рекуненко // Актуальні проблеми і перспективи розвитку економіки України : матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (7 березня 2014 р., м. Ужгород) / за заг. ред. : М. М. Палінчак, В. П. Приходько. – Ужгород : Гельветика, 2014. – С. 238–240.

4. Поведінковий фактор. Поведінкова парадигма стверджує, що фінансові явища краще зрозумілі при використанні моделей, в яких не всі учасники є повністю раціональними. Поведінкова теорія відмовляється від зазначених нижче постулатів індивідуальної раціональності: індивіди не обов'язково засвоюють всю нову інформацію відповідно до правила Байєса і можуть приймати нормативно неприйнятні рішення, що порушують теорію очікуваної корисності[3]. Відмовляючись від постулатів індивідуальної раціональності, поведінкові фінанси відкидають і теорію раціональних очікувань.

---

[1] *Федоренко В.Г.* Інвестознавство: підручник. / В.Г. Федоренко. – 3-тє вил., допов. – МАУП, 2004. – С. 139.

[2] *Шушкова Ю.* Інституційна структура фінансового сектору вітчизняної економіки / Ю.В.Шушкова // Науковий вісник НЛТУ України. – 2012. – Вип. 22.10. – С. 291.

[3] Більшість моделей ціноутворення на фінансові активи засновані на теорії раціональних очікувань, згідно з якою індивіди володіють не тільки індивідуальною раціональністю, але і правильними уявленнями. «Правильні» уявлення припускають, що суб'єктивний ймовірнісний розподіл прогнозованих невідомих змінних є об'єктивно правильним. Це передбачає, що індивіди повинні не

Поведінковий підхід має особливе значення для управління корпоративними фінансами. Центральною проблемою корпоративних фінансів є максимізація акціонерної вартості компанії. Однак з точки зору поведінкових фінансів цьому перешкоджають дві групи факторів – внутрішні[1] і зовнішні. Друга група перешкод виникає через когнітивні помилки інвесторів і фінансових аналітиків, через які може виникнути розбіжність між фундаментальною вартістю і ринковою ціною компанії. В результаті менеджери не завжди приймають правильні рішення щодо фінансового управління компанією з урахуванням можливих помилок інвесторів і аналітиків. Що стосується внутрішніх перешкод максимізації вартості компанії, вчені і практики в основному звертають увагу на так звані агентські витрати (agency costs), що виникають у результаті розбіжності інтересів менеджерів («агентів») та інтересів власників або акціонерів фірми (див. розділ 1). Прихильники управління, орієнтованого на підвищення вартості, вважають, що правильно розроблена система контрактів та оплати праці може вирішити проблему агентських витрат і змусити менеджерів у власних інтересах підвищувати акціонерну вартість фірми. Але поведінкові витрати можуть бути дуже високими і їх неможливо знизити ніякою системою контрактів та оплати праці, якщо менеджери неправильно розуміють свої інтереси і дії, які треба вжити для їх задоволення.

Що ж до зовнішніх перешкод максимізації вартості, то ринкова ціна компанії часто значно відхиляється від її фундаментальної вартості. У такій ситуації дії менеджерів, спрямовані на підвищення вартості компанії, призводять до зниження її ринкової ціни. Фінансові менеджери повинні вносити певні корективи в традиційні методи управління, щоб врахувати розходження в ціні і вартості компанії. Особливе значення ця проблема має для компаній, що управляються за допомогою системи доданої економічної вартості. Розробники теорії поведінкових фінансів стверджують, що психологічні феномени відіграють значну роль у всіх основних аспектах фінансової політики: в ціноутворенні на фінансові активи, в корпоративних фінансах, в деривативах. Умовно можна виділити чотири чинники, які є основними фундаментальними блоками теорії поведінкових фінансів: – евристичні помилки; ефекти, пов'язані із залежністю від форми; проспектна теорія (теорія вибору); – теорія неефективних фінансових ринків[2]. Можна виділити 4 групи інвесторів, чия поведінка визначає динаміку цін на ринку цінних паперів: населення[3], інституційні інвестори[1], юридичні особи (корпорації, які торгують за свій рахунок); нерезиденти.

тільки інкорпорувати нову інформацію, але й мати достатньо даних, щоб сформувати правильні уявлення про ймовірнісний розподіл прогнозованих змінних.(Авт)

[1] Внутрішні перешкоди (поведінкові витрати) – це втрати у вартості компанії, що викликані помилками менеджерів внаслідок обмеженості когнітивних ресурсів або під впливом емоцій.

[2] *Лукашов А.* Теорія поведінкових фінансів та дивідендна політика компанії : за матеріалами cfin.ru. / А. Лукашов // Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку «Україна фінансова». – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ufin.com.ua/analit_mat/sdu/145.htm

[3] Під населенням слід розуміти фізичних осіб, які здійснюють операції через брокера у власних

У 3-му кварталі 2014 року індустрія спільного інвестування продемонструвала змішані результати: традиційно зростали одні показники, водночас разом із фондовим ринком понижувалися інші. За даними Української Асоціації Інвестиційного Бізнесу (УАІБ)[2] основні тренди українського ринку ІСІ у липні-вересні 2014 року були такими: подальше зменшення кількості КУА і ІСІ – як зареєстрованих, так і тих, що досягли нормативу мінімального розміру активів; зростання активів в управлінні за рахунок венчурних та інших закритих ІСІ; уповільнення чистого відтоку капіталу з відкритих ІСІ при зменшенні кількості діючих фондів та поступовому зростанні притоку до деяких із них; збільшення питомої ваги цінних паперів у портфелях невенчурних ІСІ – переважно, за рахунок придбання державних та корпоративних облігацій, а також скорочення готівкових коштів та депозитів; зменшення активів у цінних паперах та збільшення обсягів прямого інвестування і позик («інших» активів) у венчурних фондах; зниження доходності в усіх секторах ІСІ за типами та класами фондів, окрім облігаційних.

Кількість КУА у 3-му кварталі, за даними УАІБ, зменшилася до 337 компаній, незважаючи на збільшення кількості нових учасників ринку до 8 за квартал. Зареєстрованих ІСІ на кінець вересня поменшало на 5, до 1586 фондів, а кількість ІСІ, що досягли нормативу мінімального розміру активів, скоротилася на 26 фондів, до 1207. Найбільше знову звузилися сектори венчурних та інших закритих ПІФ. Активи ІСІ у 3-му кварталі, проте, зросли саме за рахунок закритих фондів і на 30.09.2014 становили 205 359 млн. грн., у тому числі венчурних – 194 556 млн. грн. Приріст сукупних активів усіх ІСІ за квартал скоротився більш ніж удвічі – до +5 440 млн. грн. (+2.7%), у при цьому венчурних фондів – до +4 622 млн. грн. (+2.4%). ВЧА відкритих ІСІ зменшилася на 16.3%, інтервальних – на 5.4%, у той час як сукупні чисті активи індустрії збільшилися на 2.7% (+4 780 млн. грн.), до 180 423 млн. грн., а венчурних фондів – на +2.5% (+4 187 млн. грн.), до 170 797 млн. грн.

Для всіх категорій інвесторів більшою чи меншою мірою фіксується наявність ірраціональної поведінки, схильність впливу зовнішніх факторів, евристик і систематичних ментальних помилок. Таким чином, поведінковий фактор свідчить про можливу наявність аномалій на українському ринку цінних паперів.

Отже, ми прийшли до висновку, що на українському ринку цінних паперів створені передумови для виникнення аномалій при інших рівних умовах. Однак залишається домінуючим вплив на український ринок цінних паперів зовнішніх чинників та інвестиційного поведінки нерезидентів. Дані

інтересах або в інтересах третіх осіб (авт.)

[1] Інституційні інвестори – компанії, для яких інвестиції на фондовому ринку є профільним видом діяльності (керуючі компанії, страхові та перестрахувальні компанії, НПФ, лізингові компанії, благодійні компанії, фонди, «сімейні офіси» (family offices) та ін.);

[2] Динаміка ВЧА відкритих фондів за тиждень // Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_week.html. – Назва з титул. екрану.

особливості можуть утруднити виявлення аномалій, аналіз їх стійкості і ступінь впливу на ціноутворення.

РЕЗЮМЕ

Протягом останніх двох десятиріч на міжнародному ринку цінних паперів, відбулися значні структурні зрушення, які докорінно змінили особливості їх функціонування. До основних структурних зрушень, які визначають вектор розвитку міжнародного ринку цінних паперів слід віднести фінансову глобалізацію, фінансові інновації, глобальні технології, стандартизацію діяльності учасників ринку, консолідацію фінансового сектора, яка пов'язана з трансформацією інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів, що призвело до зміни в структурі попиту і пропозиції цінних паперів. Що стосується ринку цінних паперів України, то він структурується за різними ознаками, пов'язаними з ціноутворенням: за рівнями ціноутворення – первинний, вторинний; за організацією ціноутворення – біржовий та позабіржовий. На таких ринках процеси ціноутворення взаємопов'язані та реалізуються через механізми IPO – і SEO-ціноутворення, які мають як спільні, так і відмінні риси. Обґрунтовано, що в ціновому механізмі має місце діапазон встановлення ціни та явище недооцінки (переоцінки акцій).

Розробка та вдосконалення регуляторних механізмів ціноутворення на ринку цінних паперів має враховувати такі аспекти:

1) встановлення верхньої межі цінового діапазону повинна відповідати цільовому рівню оцінки, але при цьому має бути реалістичною;

2) встановлення нижньої межі цінового діапазону має бути привабливою для інвесторів, які демонструють високу чутливість до оцінки. Ціновою політикою по встановленню цінового діапазону нами визнана політика переміщення очікувань інвесторів з нижньої межі цінового діапазону у верхню.

Розглядати ефективне ціноутворення на ринку цінних паперів необхідно з позицій впливу факторів на розвиток сучасних ринків та ціноутворення на них. До стратегічно важливих факторів впливу на ціни ринку цінних паперів слід віднести фундаментальні фактори, які поділяються на внутрішні і зовнішні. Крім цього, у процесі визначення ціни та її реалізації, існує система впливу взаємопов'язаних факторів, які поділяються на об'єктивні та суб'єктивні; традиційні і специфічні. Особливу групу факторів складають інформаційні фактори, які пов'язані з наявністю асиметрії інформації на фінансовому ринку та призводять до ризиків в ціноутворенні. На ціноутворення на ринку цінних паперів здійснюють також вплив традиційні, ринкові фактори (рівень попиту і пропозиції, конкуренція, витрати) і специфічні (тип, вид, різновид, термін обертання, інвестиційні якості цінних паперів; рейтинг і ділова репутація, галузева належність і територіальне місцезнаходження емітента; інвестиційний клімат і інвестиційне наповнення сегменту ринку; вид фондових операцій; місце і час ціноутворення). Найбільш важливим фактором ціноутворення на ринку цінних паперів є кон'юнктурний фактор, оскільки взаємодія попиту і пропозиції приводить у рівновагу ринкові ціни як на біржовому, так і на позабіржовому сегменті ринку цінних паперів. Порушення рівноваги

призводить до накопичення дисбалансів та провокування кризових явищ в економіці.

У процесі дослідження встановлено, що ціноутворення на ринку цінних паперів відбувається у постійно мінливому середовищі, яке супроводжується процесами глобалізації та віртуалізацією економіки. У цьому зв'язку, під час процесів ціноутворення з'являються нові синтезовані ризики, відбувається трансформація посередницьких функцій банків, які видозмінюють теоретичні підходи до банківського ціноутворення на сучасному етапі; формують економічний зміст нових банківських продуктів та відображають рівень трансформацій на фінансових ринках. У результаті дослідження встановлено, що запровадженні новацій на ринку фінансових продуктів, подальший розвиток посередницьких функцій банків у ціноутворенні буде визначатися частковою або поступовою втратою банками притаманних їм функцій, або трансформацією існуючих функцій на якісно новому рівні.

Ризики, в свою чергу, можуть формувати внутрішні виклики. І якщо на них не впливати (моделювати, регулювати чи управляти), то фони можуть перетворитися в загрози розвитку ринку цінних паперів. Ризики також формують середовище для виникнення аномалій. Цінові аномалії – це стійкі відхилення цін фінансових інструментів від прогнозованих, величина яких дозволяє генерувати надприбутки. Для прогнозування цін на фінансові інструменти необхідно використовувати економіко-математичне моделювання для вартісного обліку та управління ризиками. Під стійкістю аномалій слід розуміти їх повторюваність і збереження впливу на динаміку цін ринку протягом тривалого періоду. В даному контексті визначення вважається, що дія інших факторів відсутня. Під поняттям «нормальної» поведінки дохідності цінних паперів необхідно вважати цінову поведінку їх дохідностей відповідно до гіпотези ефективного ринку.

За результатами аналізу розвитку ринку цінних паперів України встановлено, що для всіх категорій інвесторів більшою чи меншою мірою фіксується наявність ірраціональної поведінки, схильність впливу зовнішніх факторів, евристик і систематичних ментальних помилок. Таким чином, поведінковий фактор свідчить про можливу наявність аномалій на ринку цінних паперів. На українському ринку цінних паперів створені передумови для виникнення аномалій при інших рівних умовах. Проте в сучасних умовах також залишається домінуючим вплив на український ринок цінних паперів зовнішніх чинників та інвестиційної поведінки нерезидентів.

РОЗДІЛ 4

МЕТОДОЛОГІЧНА КОМПОНЕНТА У ФОРМУВАННІ ЦІН НА ПОХІДНІ ТА СТРУКТУРОВАНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

4.1. Еволюція ціноутворення на інноваційні фінансові інструменти

Глобалізація світової економіки призвела до того, що фінансові ринки втратили національний характер, стали міжнародними ринками. Під натиском фінансових операцій міжнародного характеру, в умовах дедалі гострішої конкуренції між світовими фінансовими центрами у багатьох країнах почали запроваджуватися дерегулятивні механізми. Внаслідок цього учасникам фінансового ринку почала загрожувати все більша змінність ринкових умов, що вимагає оперативної реакції господарюючих суб'єктів на ринкові зміни, з одного боку, і доступності еластичних інструментів для страхування позицій, з іншого. В останні роки у функціонуванні ринків цінних паперів зміни стали настільки істотними, що можна вести мову про якісно новий етап їхнього розвитку, де на перший план стає запровадження інноваційних фінансових інструментів, які надають певні можливості щодо страхування від небажаних наслідків мінливої ринкової ситуації.

До таких інновацій відносять похідні фінансові інструменти, які є предметами обігу на ринках деривативів, у тому числі на багатьох біржах, і становлять для інвесторів привабливий вид інвестицій, як для тих, які намагаються зредукувати ризик, так і для тих, котрі шукають можливості отримати надзвичайні прибутки. Ці інструменти дозволяють не тільки хеджувати фінансові вкладення, але й ефективно управляти ними, вміло використовуючи сучасні моделі та механізми фінансового ринку[1].

Торгівля деривативами досягла великих масштабів на основних міжнародних біржах, які покликані знижувати вплив дестабілізуючих факторів на механізм формування внутрішніх цін, забезпечуючи прозоре ціноутворення і страхування цінових ризиків. В Україні паралельно функціонують спотовий та строковий ринки. На останньому відбувається торгівля ф'ючерсом на індекс української біржі та опціоном на ф'ючерс на індекс. При паралельній роботі двох ринків на одні й ті ж активи, що торгуються через різні інструменти, в той

[1] *Іващук Н.Л.* Економіко-математичне моделювання процесів ціноутворення нестандартних опціонів : дис... д-ра. екон. наук: 08.00.11 «математичні методи, моделі та інформаційні технології в економіці» / Наталія Леонідівна Іващук ; Львівський національний університет імені Івана Франка. – Львів: – 2010. – С.272.

чи інший момент виникає хибне ціноутворення (mispricing). Тому аналіз сучасних тенденцій ціноутворення на ринках похідних фінансових інструментів є одним з найголовніших завдань як з точки зору науки, так і практики.

Дослідження сутності та основ функціонування ринку похідних фінансових інструментів здійснювало багато зарубіжних учених, серед яких слід відзначити Ф. Блека, М. Шоулза, Р. Мертона, та інших. Серед російських учених – А. Буренін, А. Фельдман, В. Шарп. Внесок у розвиток вітчизняної науки про фінансові деривативи внесли і українські вчені: Л.О. Примостка, О.М. Сохацька, В.М. Шелудько та інші.

Походження похідних інструментів (деривативів), а отже і встановлення цін на них, можна віднести до часу виникнення торгівлі і перших організаційних ринкових утворень Стародавньої Греції та ринків розпродажу в Римській імперії. Деякі спеціалісти, які досліджують фондовий ринок, вважають, що торгівля з поставкою товару в майбутньому існувала в Японії ще в I столітті до н.е, де законодавчо встановлювались дати загальних зібрань торговців – «колегія меркаторум», на яких вперше був розроблений механізм продажу товарів з відстроченою на майбутнє поставкою та кінцевою оплатою[1]. Першими з таких інструментів у названих країнах з'явились угоди з відстрочкою платежу (прообрази сучасних строкових угод).

Пізніше, у XVI столітті, у країнах Заходу виникає біржова форма торгівлі, яка стала продуктом еволюції від форвардних угод з реальними активами (товарами) до фінансових ф'ючерсних контрактів. У момент укладання угоди на біржі визначалась і погоджувалась ціна товару, що дозволяло уникати можливих цінових змін на момент реальної поставки. Згодом на біржах була проведена стандартизація товарів, тобто впроваджено середні норми їх якості, що дало змогу не поставляти товарів на самі торги і сприяло запровадженню ф'ючерсних угод. У середні віки товарні біржі успішно функціонували в багатьох містах Європи. З виникненням біржової торгівлі в XVI ст. був зроблений крок до створення стандартизованого ціноутворення, оскільки біржа при цьому стала інститутом, що гарантував при купівлі відповідність зразка товару і партії.

У XVII ст. у Голландії виникли перші строкові угоди і похідні інструменти на тюльпанові цибулини: виробники використовували опціонні угоди для захисту від сезонних та цінових коливань на свій товар. Проте історія сучасної ф'ючерсної торгівлі започатковується з розвитком операцій з торгівлі похідними інструментами на біржах США, зокрема на Чиказькій строковій товарній біржі (Chicago Board of Trade – CBOT). XIX століття характеризується зростанням ролі ціноутворення в страхуванні фінансових ризиків. Цінові ризики вимагали від учасників товарного ринку шукати такі угоди, які б дозволили їм застрахуватися від значних коливань цін на товари.

Отже, ф'ючерси і форварди є одними з найдавніших похідних фінансових інструментів, з появою яких виникає ціноутворення на деривативи. У цілому

[1] *Еш С.М.* Фінансовий ринок : навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / С.М. Еш. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – С. 48.

еволюція від форвардних до ф'ючерсних контрактів пройшла такі етапи: початковий (продавці і покупці сільськогосподарської продукції стали укладати угоди з поставкою товару через визначений термін), стандартизований (відбулася стандартизація всіх умов контрактів, при цьому враховувалися торгові звичаї та особливості галузей), організованої торгівлі (остаточно відбулася формалізація ринку форвардних контрактів шляхом утворення спеціалізованих бірж із своїми правилами ведення торгівлі і гарантії виконання угод).

Історично поява перших аналогів інструментів, які відображають поняття «деривативу», припадає на XVII ст., тоді як сам термін «деривати» з'явився досить недавно. Можна із впевненістю констатувати, що широко відомий нині термін «деривати» понад тридцять років тому не мав широкого практичного застосування[1]. Біржові угоди, які нині належать до цього поняття, вперше почали функціонувати як інструменти «страхового» або «ризикового управління» декілька століть тому. З огляду на це, термін «деривати» фактично було введено у використання в середині 80–х років минулого століття[2]. У більшості тлумачних словників термін «деривати» (від англ. derivative) розглядається як: «похідний інструмент, вартість якого похідна від фактично пропонованої ціни будь-якого активу, що лежить у його основі (товару, цінних паперів, валюти)[3].

В XX столітті з'являються перші кредитні деривативи. Так, на початку 70-х років XX ст. з появою нових фінансових механізмів кредитування були здійснені перші операції з ф'ючерсними контрактами з гарантійним забезпеченням заставними сертифікатами Загальнонаціональної іпотечної асоціації. У цей же час з хвилею банківських банкрутств і зростанням кредитних ризиків пов'язують появу перших кредитних похідних фінансових інструментів[4]. Проте новий етап у розвитку ціноутворення на похідні фінансові інструменти слід пов'язувати зі створенням у 1972 р. нового підрозділу на Чиказькій товарній біржі (Chicago Mercantile Exchange, CME) – Міжнародного валютного ринку (International Monetary Market – IMM). Ще одним мотивом укладання угод на строкових ринках став арбітраж (arbitrage), що означає можливість отримання прибутків від різниць цін тих самих інструментів на різних ринках[5]. Опціон є більш складним видом деривативів порівняно з ф'ючерсами: в його основі можуть бути як ф'ючерси, так і свопи. Більш того, він є асиметричним інструментом, оскільки потенційний прибуток не дорівнює

---

[1] *Яворська В.О.* Розвиток біржового ринку деривативів в умовах світової економічної глобалізації/ В.О. Яворська// Вісник КрНУ імені Михайла Остроградського. Випуск 6/2014 (89). Частина 2. – С. 123-127.

[2] *Гниляк В.О.* Біржові товарні деривативи: теорія, методологія, практика: монографія / В.О. Гниляк, М.О. Солодкий. – К.: Аграр Медія Груп, 2012. – С. 12.

[3] Біржовий ринок: проблеми функціонування та тенденції інноваційного розвитку: [монографія / за заг. ред. М.О. Солодкий та ін.]. – К.: КОМПРИНТ, 2013. – С.79.

[4] *Ланчев Э.* История фьючерсных рынков / Э. Ланчев. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.forex.ua/fut_opt/hist_fut.shtml

[5] *Іващук Н.Л.* Ринок деривативів: економіко-математичне моделювання процесів ціноутворення: монографія / Н.Л. Іващук. – Львів: Видавництво Львівської політехніки, 2008. – 472 с.

потенційним збиткам за контрактом. Опціони виступають важливими інструментами конкурентної боротьби, дозволяють мінімізувати ризик зміни ринкової кон'юнктури, товарних цін, цін на акції, відсотковий та валютний ризики та застосовуються з метою монетизації позицій по акціях як засіб злиття з іншими фінансовими установами[1].

Публікація формули Блека-Шоулза дозволила відійти від суб'єктивно-інтуїтивних оцінок при визначенні ціни опціонів і підвести під нього наукову базу, яку можна застосовувати і до інших похідних фінансових інструментів. Це дозволило у 1973 р. ввести новий фондовий контракт – опціони на індивідуальні акції на СВОЄ, який дозволив інвесторам торгувати ризик-фактором. При цьому витрати при застосуванні таких ПФІ були мінімальними[2].

Головним досягненням моделі Блека-Шоулза є те, що вона базується на теорії волатильності ринків, яка може бути майбутньою, історичною, прогнозованою та сезонною і кількісно вимірює кожну з них. Крім цього, модель має ту перевагу, що в неї введений коефіцієнт хеджування, який визначає швидкість ціни опціону в залежності від ринкової ціни (фактично це коефіцієнт еластичності премії від ринкової ціни). Його використання дозволяє оцінити потенційний ризик і уникнути ризики від несприятливих змін ринкових цін[3].

Перші біржові опціони на ф'ючерси на відсоткові ставки з'явилися в 1975 році[4]. У цей час також була заснована Асоціація брокерів і дилерів з опціонів. Наприкінці XX ст. бурхливого розвитку набуває позабіржовий ринок похідних фінансових інструментів. Із розвитком позабіржового ринку розвивається ціноутворення на контракти, які не стандартизовані.

Слід зазначити, що регулюванню ринку похідних фінансових інструментів та упорядкуванню ціноутворення сприяло прийняття регуляторних актів. Так, у 1885 р. У Франції було прийнято закон «Про строковий ринок», у Німеччині в 1896 р. прийнято закон «Про фондові біржі»… у США у 1933-1934 рр. було прийнято закони «Про цінні папери» та «Про торгівлю цінними паперами», у 1975 р. – прийнято поправки до них. У 1986 р. в Англії був прийнятий Закон «Про фінансові послуги», який розглядає всі питання щодо обігу цінних паперів та ПФІ, хоча сам ринок існує з 17 століття 1994 р. ; у Німеччині був доповнений закон «Про фондові біржі» (1896 р.), а у Франції – новий закон «Про модернізацію фінансової діяльності» (1996

---

[1] *Гоффе В.В.* Проблеми використання похідних інструментів фондового ринку для розвитку підприємництва в Україні // Науковий вісник Буковинського державного фінансово-економічного інституту . – 2003. – Вип. 4. – С.128–130.

[2] *Бурденко І.М.* Основні етапи розвитку світового ринку похідних фінансових інструментів / І. М. Бурденко // Економічній форум / Луцький національний технічний університет ; ред. д.е.н., проф. Герасимчук З. В. – Луцьк, 2012. - № 1 – С. 277–285.

[3] *Шаповалов Є.А.* Використання в Україні світового досвіду похідних фінансових інструментів : автореф. дис. … канд. екон. наук : спец. 08.05.01. «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / Євген Анатолійович Шаповалов. – Київ, 2001. – С.5.

[4] *Соколинская Н. Э.* Производные финансовые инструменты: фьючерсы. – свопы и опционы / Н.Э. Соколинская // Банковские услуги. – 2005. – № 2. – С.32–38.

р.)[1]. Становлення законодавчої бази ринку похідних фінансових інструментів характеризує етап, пов'язаний з прийняттям новітніх нормативних актів з регулювання діяльності учасників ціноутворення на ринку похідних цінних паперів.

Поява перших комп'ютерних інформаційних технологій та систем електронних торгів (1971- 1975 рр.) надала можливість отримання інформації про ціни на різних ринках ПФІ та здійснення операцій у різних часових поясах.

Починаючи з 1998 року, на світовому ринку деривативів з'являються нові інноваційні продукти, ціноутворення на які є більш складним і суперечливим, але які дають можливість ефективно функціонувати ринку похідних фінансових інструментів. Однак найбільш популярними і визнаними є три групи: ф'ючерси (на позабіржовому ринку це форварди), опціони і свопи.

Ф'ючерси і форварди є одними з найдавніших похідних фінансових інструментів. У торгівлі ф'ючерсами одними з найважливіших функціональних характеристик є арбітраж або одержання безризикового прибутку; маргінальна торгівля та використання "ефекту важеля". Опціон є більш складним видом деривативів порівняно з ф'ючерсами: в його основі можуть бути як ф'ючерси, так і свопи[2]. Теоретично деривативи повинні сприяти стабільності фінансового середовища для окремої господарської одиниці чи гарантувати відшкодування збитків від змін відсоткової ставки, валютного курсу чи курсу цінних паперів, тобто обмежувати ризики, але факт здійснення угод на невизначений час у майбутньому, висока ліквідність, значний ліверідж ринків деривативів створює одночасно ідеальні умови для проведення спекулятивних операцій і закладає більш високий елемент невизначеності і ризику у фінансову систему[3]. Зважаючи на викладене вище, слід зазначити, що основи ціноутворення на деривативи виникають з появою перших похідних фінансових інструментів – угод з відстрочкою платежу (прообрази сучасних строкових угод), і торгівлі ними. І еволюційний етап розвитку ціноутворення включає декілька стадій : початкову, стандартизовану, організованої торгівлі зі своїми правилами та гарантією виконання угод.

Підсумовуючи викладене вище, слід визнати, що становлення і розвиток ринку похідних фінансових інструментів поєднується з основними напрямами становлення ціноутворення на ньому: еволюційним, нормативно-правовим, технологічно-інформаційним, стратегічним і інноваційним (рис. 4.1.).

---

[1] *Бурденко І.М.* Основні етапи розвитку світового ринку похідних фінансових інструментів / І. М. Бурденко // Економічній форум / Луцький національний технічний університет ; ред. д.е.н., проф. Герасимчук З. В. – Луцьк, 2012. - № 1 – С. 277–285.

[2] *Гоффе В.В.* Проблеми використання похідних інструментів фондового ринку для розвитку підприємництва в Україні // Науковий вісник Буковинського державного фінансово-економічного інституту . – 2003. – Вип. 4. – С.128–130.

[3] *Калач Г.М.* Фондовий ринок України: тенденції та суперечності розвитку : монографія / Г.М. Калач ; ДПС України, Нац. ун-т ДПС України. – Ірпінь, 2012. – С. 13.

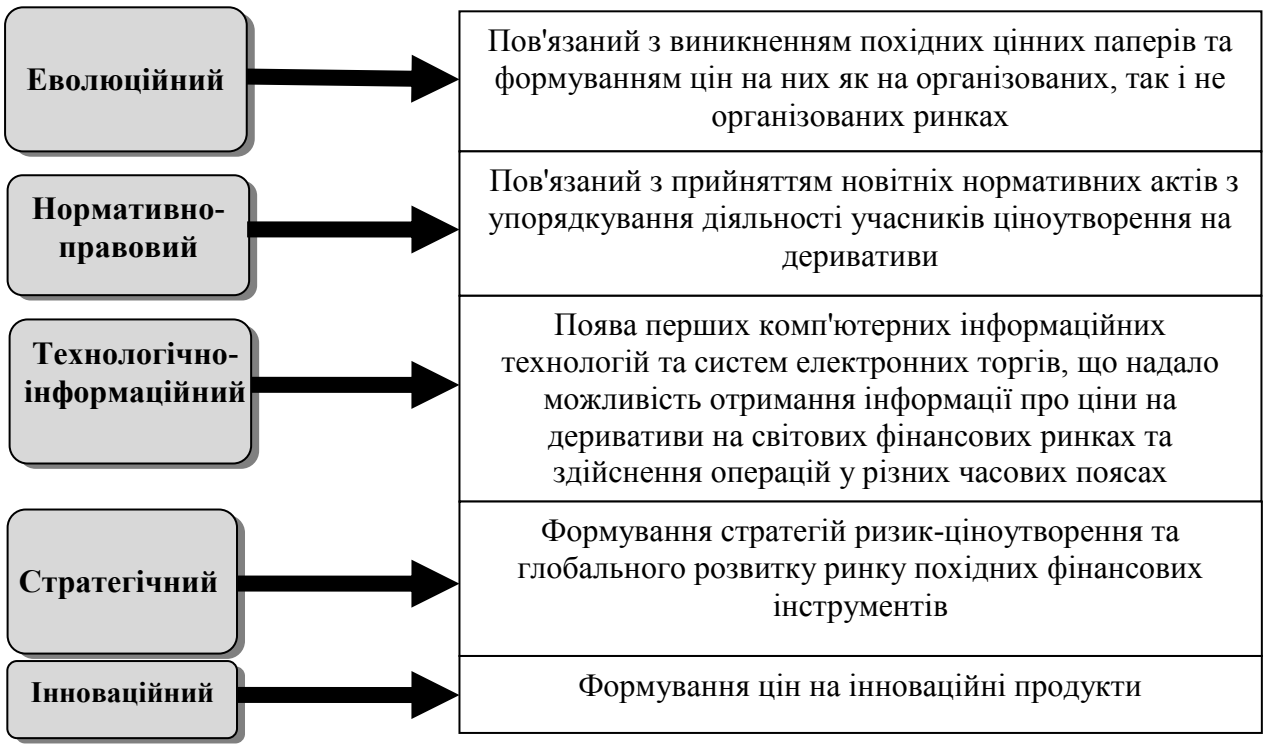


Рис. 4.1. Основні напрями становлення ціноутворення на деривативи
Джерело: розроблено автором

Зазвичай метою купівлі деривативу є не отримання базового активу, а хеджування цінового чи валютного ризику в часі або отримання спекулятивного прибутку від зміни ціни базового активу. Відмінна риса деривативів полягає в тому, що вони не пов'язані з кількістю базового активу, що обертається на ринку. Власники базового активу звичайно не мають ніякого відношення до випуску деривативів.

Хеджування як метод управління ціновими і валютними ризиками належить до зовнішніх методів управління. Це означає, що хеджування передбачає залучення сторонніх організацій (банків, фінансових компаній, учасників біржової торгівлі). Перекладаючи ризик несприятливої ринкової кон'юнктури на іншу особу, хеджер, з одного боку, має всі підстави для планування своїх майбутніх грошових потоків, а з іншого – можливість неотримання додаткового прибутку за рахунок сприятливого цінового руху. Якщо в ролі хедера виступають учасники реальної економіки – виробники і споживачі товарів, чия ринкова ціна схильна до сильних цінових коливань, їх метою, в першу чергу, є планування, визначення майбутнього та зниження ризику. Додатковий прибуток у вигляді курсової різниці не входить у пріоритети господарюючих суб'єктів, котрі хеджують свої ризики[1].

Деривативи або похідні фінансові інструменти, мають дві складові, які відрізняють їх від звичайних продуктів: вони не потребують первісних інвестицій або потребують їх у досить обмежених обсягах; ціна цих продуктів змінюється від зміни вартості базових продуктів-цінних паперів та інших

[1] *Вербіцька І.І.* Хеджування валютних ризиків / І. Вербіцька// Сталий розвиток економіки. – 2013. – №4. – С. 374-380.

ринкових факторів[1]. Обов'язковою характеристикою деривативів є те, що вони без винятку мають чітко встановлений термін дії, до настання якого обов'язково мають бути погашені[2].

Використання ціноутворення на ринку фінансових деривативів особливої актуальності набуло під час світової фінансової кризи, оскільки деривативи мають велике значення для управління ризиками. Вони дають можливість виділяти ризики, пов'язані з базовим інструментом, і торгувати ними. Проте деякі вчені визначають первинну роль деривативів і у розгортанні фінансової кризи в 2007 році. Так, А.Макаренко наголошує саме на причини світової фінансової кризи, які пов'язані з ринком деривативів та ціноутворенням на них. Серед них: недооцінка морального ризику і асиметрії інформації на ринках похідних фінансових інструментів як з боку спекулянтів, так і хеджерів; існування численних стратегій з ПФІ в основі; секюритизація неякісних іпотечних кредитів банківськими установами і створення кредитних деривативів декількох рівнів під них; неадекватні методики рейтингування ПФІ; непрозорість, відсутність єдиних вимог до розкриття інформації про угоди з ПФІ у звітності контрагентів, та їх регулювання; значний леверидж – кредитне плече у спекулятивних операціях з ПФІ; безконтрольність при випущенні нових складних ПФІ; прогалини у системах та стратегіях ризик-менеджменту суб'єктів господарювання, відсутність уніфікованих методів оцінки для конкретних видів інструментів; генерування та мультиплікація системного ризику великими банківськими установами розвинених країн світу; негативна роль хедж-фондів у процесах ухилення від сплати податків, маніпуляцій зі звітністю, копіюванням стратегій, тощо.

Деривативи самі по собі є потенційним джерелом кризи на фондових ринках, недаремно Уоррен Баффет називав деривативи зброєю масового ураження. Починаючи з 1987 року саме деривативи були одною з головних причин більшості катаклізмів на фондових ринках – зокрема, у 1987 саме вони призвели до славнозвісного «чорного понеділка», що назавжди запам'ятався більш ніж 22% падінням індексу Dow Jones, призвели до розорення банку Barings (щоправда, тут також зіграло роль значне порушення організаційних правил банку), зробили значний внесок у колапс Enron, краху хедж-фонду LTCM і т.д. Складно переоцінити роль деривативів і у кризі 2008 року. Справа, звичайно, не в самій економічній природі деривативів, похідні цінні папери є дуже корисним фінансовим інструментом, застосовуваним для зменшення ризиків учасників фондового та інших ринків. Втім, є кілька причин, які роблять сучасний ринок деривативів подібним до бомби із часовим механізмом.

---

[1] *Кострач Л.М.* Застосування опціонних контрактів як похідних фінансових інструментів / Л. М. Кострач // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2010. – Випуск 2. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?Z21ID=&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&S21STN=1&S21REF=10&S21FMT=juu_all&C21COM=S&S21CNR=20&S21P01=0&S21P02=0&S21P03=PREF=&S21COLORTERMS=0&S21STR=znpnudps

[2] *Шульга О.О.* Проблеми та перспективи застосування похідних фінансових інструментів на фондовому ринку України / О.О.Шульга // Наукові праці НДФІ. – 2008. – № 4 (45). – С. 146–151.

По-перше, ринок деривативів часто є непрозорим. Також внаслідок такої непрозорості ніколи точно невідомо, скільки ж деривативів «зав'язано» на один і той самий базовий актив. Це викликає другу проблему деривативів – неконтрольований обсяг. У кінці червня 2008 року загальний обсяг непогашених позабалансових деривативів складав (за номіналом) 683.7 трильйони доларів[1].

Сучасний ринок фінансових деривативів є найбільш зростаючим сегментом світового фондового ринку (табл. 4.1).

Таблиця 4.1

Обсяги та структура світового біржового ринку деривативів

Роки	Відкриті позиції за номінальною вартістю						
	Процентні		Валютні		ІПА		Всього, (млрд. дол. США)
	(млрд. дол. США)	%	(млрд. дол. США)	%	(млрд. дол. США)	%	
2000	12626	89,39	96	0,68	1403	9,93	14125
2005	52296	90,50	174	0,30	5316	9,20	57788
2007	86135	89,10	303	0,31	10246	10,60	96674
2009	67056	91,66	328	0,45	5773	7,89	73157
2011	53298	94,23	308	0,54	2957	5,23	56563
2013	62177	93,77	341	0,51	3793	5,72	66311
2014	69118	93,90	375	0,51	4112	5,59	73605

Джерело: побудовано автором за даними Світової федерації бірж[2]

Слід відзначити, що структура торгів на біржовому та позабіржовому ринках суттєво відрізняється. Так, на біржовому ринку не представлені позабіржові кредитні деривативи. Спільним для біржового і позабіржового ринків є домінування процентних інструментів (табл. 4.2).

Таблиця 4.2

Обсяги світового позабіржового ринку деривативів

Роки	Відкриті позиції за номінальною вартістю (млрд. дол. США)						
	Процентні	Валютні	ІПА	Кредитні	Товарні	Інші	Всього
2000	64668	15666	1891		662	12312	95199
2005	211970	31364	5795	13908	5434	29199	297670
2007	346937	48620	9202	42580	7567	61501	516407
2009	449875	49181	5937	32693	2944	63270	603900
2011	504117	63381	5982	28626	3091	42614	647811
2013	561299	73121	6821	24349	2458	24860	692908
2014	611173	76114	7131	29118	2677	31125	757338

Джерело: побудовано автором за даними Банку міжнародних розрахунків[3]

Такі тенденції обумовлені не тільки важливістю хеджування процентного ризику, але і зростанням обсягів позик, які необхідно страхувати від процентного ризику фінансовим посередникам.

---

[1] *Левенко А.М.* Індикатори кризи фондового ринку/ А.М. Левенко. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/7718/1/83.pdf

[2] Derivatives Market Surveys [On-line] // World Federation of Exchanges & International Options Market Association: [web-page]. – Access at: http://www.world-exchanges.org/files/statistics.

[3] Triennial and semiannual surveys: OTC derivatives statistics [Online] // Bank for International Settlements: [web-page]. – Access at:http://www.bis.org/publ/otc.

Традиційна торгівля деривативами, яка існує більше чверті століття, з кожним роком стає все складнішою, оскільки створюються за допомогою фінансового інжинірингу інноваційні продукти. Розвиток фінансової інженерії призвів до появи новацій на ринку – структурованих фінансових продуктів, що поєднують у собі консервативну складову у вигляді депозиту або облігації, і ризикову складову, представлену опціоном або ф'ючерсом. Застосування такого фінансового інструменту дозволяє інвестору зберегти капітал і дає можливість отримати додатковий дохід за похідним фінансовим інструментом. Застосування поняття «структурований продукт»[1] у науковому та теоретичному контексті майже не вживане. Але вже сформувалася усталена думка про те, що це складні фінансові інструменти, які складаються з найпростіших похідних. Відмітною властивістю такого поєднання є перенесення первісного ризику кожного з компонентів на окремий фінансовий інструмент. Завданням продукту є задоволення специфічних потреб і очікувань прибутковості і ризиків. Продукт функціонує за умови, якщо ми можемо створити багаторазове використання капіталу при низьких значеннях ризику[2]. Оскільки вони спрямовані на задоволення потреб інвесторів як кінцевих споживачів їх ще називають роздрібними структурованими фінансовими продуктами.

Концепція структурованих продуктів полягає, на думку С. Даса, в цінному папері, який поєднує в собі риси боргового інструменту і ознаки угоди з деривативами»[3]. Дас стверджує, що структурований продукт відноситься до особливого класу боргових інструментів, і основна привабливість таких продуктів полягає в їх здатності створювати високу залученість капіталу в динаміку базового активу спільно із заздалегідь установленими параметрами ризику і прибутковості.

Починаючи з середини 90-х років, випуск та продаж структурованих продуктів мали приголомшливий успіх у багатьох Європейських країнах, особливо в Німеччині та Швейцарії. Сьогодні ринок оцінюється більш ніж в 500 млрд. дол. США, з яких основна частка припадає на країни Європи (Близько 60%) та Азії (близько 30%)[4]. Але разом із бурхливим розвитком ринку світових структурованих фінансових інструментів виникає і ряд проблем, пов’язаних з нормативно-правовим аспектом регулювання таких ринків та впливом різноманітних хаотичних факторів. Поряд із зазначеними проблемами глобальним є питання справедливого ціноутворення продуктів. Вторинний ринок структурованих продуктів характеризується низькою ліквідністю.

---

[1]Структурований продукт – це комплексний фінансовий інструмент, доходи і виплати за яким залежать від поєднання більш простих активів і фінансових інструментів. він зазвичай складається з депозиту в різних його проявах (облігація, позику тощо) та одного або декількох похідних фінансових інструментів (Автор R.Knop)

[2] *Knop R.* Structured Products : A Complete Toolkit to Face Changing Financial Markets / R. Knop. – New York: John Wiley & Sons, 2002. – P.78.

[3] *Das S.* Structured products and hybrid securities / S. Das. – New York: John Wiley & Sons, 2001. – P. 10.

[4] *Омельченко В.В.* Оценка стоимости розничных структурированных финансовых продуктов : дис. ... к-та экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Владимир Владимирович Омельченко ; Государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Государственный университет Высшая школа экономики». – М.:, 2010. – С.35.

Незважаючи на появу біржових майданчиків, де можна здійснювати торгівлю продуктами; по багатьох інструментах маркет-мейкерами виступають самі емітенти, і вони, відповідно, задають ціну продукту. Серед найбільш цікавих сучасних тенденцій у ціноутворенні на організованих ринках фінансових деривативів є встановлення зв'язків між біржами, які працюють у різних частинах світу та різних часових поясах. Створення глобальної мережі ф'ючерсних бірж і встановлення зв'язків між ними дозволяє здійснювати торгівлю деривативами цілодобово. Це полегшує доступ на біржі, оскільки учасники одержують можливість регулювати свої позиції навіть після закінчення робочого дня на окремих біржах. Крім того, трейдери, які мають відкриті позиції на одній біржі, можуть урівноважити їх позиціями на іншій біржі. У зв’язку з цим інтеграція нашої країни у світовий економічний простір потребує вдосконалення торгівлі похідними фінансовими інструментами, що обертаються на вітчизняному фінансовому ринку та вдосконаленню цін на них.

В Україні зроблені значні кроки у формуванні ринку похідних фінансових інструментів та ціноутворення на них (табл. 4.3).

Таблиця 4.3

Основні етапи розвитку ринку ПФІ в Україні та організації ціноутворення

Роки	Характеристика етапу	Сегмент торгівлі
1796 р, 1834р.	Зародження торгівлі деривативами та запровадження ціноутворення на них	Одеська біржа (1796), Кременчуцька біржа (1834р.)
1994-1997 рр.	Становлення ринку ПФІ України та ціноутворення на товарні та валютні деривативи	Придніпровська товарна біржа(1994 р.), Українська біржа ф’ючерсів і опціонів(1995р.), «Єкатеринославська біржа» (1995р.), Київська універсальна біржа (1996 р.), Українська міжбанківська валютна біржа (1997 р.)
2003-2004 рр.	Етап відновлення торгівлі деривативами та вдосконалення ціноутворення на валютні ф’ючерси та опціони	Торгівля на ПФТС : приєднання до торгівлі деривативами ВАТ «Укртелеком»(2003р.), КП «Білоцерківтелемережа» (2004р.) та ін.
2006-2008 рр.	Хаотичний етап, який характеризується різнонаправленістю цінової динаміки деривативів	2006-2007 рр. – нарощення сегменту строкового ринку; 2007-2008 рр. скорочення сегменту строкового ринку
2009- і до цього часу	Стратегічний – етап врегулювання нормативної бази з метою уніфікації механізмів ціноутворення на деривативи	Розпочато торги на строковій секції «Української біржі» (2010р.) на ф’ючерсний контракт на індекс українських акцій. На часі прийняття Закону України «Про деривативи»

Джерело: побудовано автором

Витоки торгівлі деривативами в Україні сягають корінням у XVIII століття, коли утворилася Одеська біржа, де укладалися ф’ючерсні контракти на сільськогосподарську продукцію. Пізніше у 1834 році була створена Кременчуцька біржа. Цим самим було закладено основи механізмів

ціноутворення на деривативи. Але тривалий час, після застосування перших похідних фінансових інструментів, був занепад біржової торгівлі в Україні.

Повноцінне становлення торгів на строковому сегменті фінансового ринку слід пов'язувати з першими кроками становлення незалежності в Україні. Так, у 1994-1995 році активізувалася торгівля валютними ф'ючерсами на Придніпровській товарній біржі та Українській, які згодом припинили своє існування. В подальшому (1996–1997 рр.) спостерігаються розрізнені спроби відновлення торгів деривативами на окремих біржах, проте вони були не тривалими через незначну активність учасників ціноутворення та нерозвиненістю та нерегульованістю ринку.

У 2003 році розпочався новий етап у розвитку строкового ринку з відкриттям торгів на валютні ф'ючерси, опціони ВАТ «Укртелеком», КП «Білоцерківмережа» та інших емітентів. У 2004 році у лістингу ПФТС знаходилися опціони того ж ВАТ «Укртелеком», опціони «ТТК». Період до 2006 року характеризується бурхливим зростанням українського строкового сегменту поряд із загальним ринковим піднесенням[1].

Наступний етап 2006–2008 рр. – це хаотичний етап розвитку ринку деривативів та недосконалості механізмів ціноутворення. За даними звітів НКЦПФР (тоді ДКЦПФР) у 2007 році (порівняно з 2006 роком) обсяги строкового ринку збільшилися на 17,7 млн. грн., а вже у 2008 році строковий ринок демонструє різке зниження обсягів торгів до 0,27 млн. грн.[2].

Так, 27 травня 2010 року почалися торги на строковій секції «Української біржі», а першим інструментом став розрахунковий ф'ючерсний контракт на Індекс українських акцій. Перевагою ф'ючерсу на Індекс українських акцій є розрахунковий тип контракту (виконується шляхом грошових розрахунків без здійснення фізичної поставки базового активу), знижений розмір біржового збору по скальперським угодам (передбачають відкриття і закриття позиції на протязі одного дня), що є суттєвим і для арбітражних операцій, тому що досить часто вони завершуються у той же день[3].

У І кв. 2011 р. частка строкового сегменту Української біржі в загальному обсязі укладених біржових угод складає 9,4 % (для порівняння – за 9 місяців 2010 р. – 1,7 %)[4]. Таким чином, можна зробити висновок про те, що за короткий період часу ринок похідних фінансових інструментів демонструє достатньо високі результати розвитку. При цьому більшість досягнень є результатом

---

[1] *Кальченко І.* Історичний розвиток деривативів / І.Кальченко // Юридична Україна. – 2007. – №7 С. 69–79; *Сохацька О.М.* Біржова справа: підручник / О.М.Сохацька ; Мін-во освіти і науки України ; Тернопільська академія н/г. – Тернопіль: Карт-бланш, 2003. – С. 413.; *Сохацька О.М.* Фючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О.М.Сохацька. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – С.70.

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

[3] *Дегтярьова Н.В.* Проблеми розвитку українського строкового ринку / Н.В. Дегтярьова // Фінанси, облік і аудит. – 2011. – №18. – С. 68–75.

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

торгів всього лише одним інструментом – ф'ючерсом на Індекс українських акцій.

Але така тенденція не є усталеною, оскільки запровадження ф'ючерсів та опціонів у біржову торгівлю без прийняття Закону «Про деривативи» та відповідних нормативних актів супроводжується невирішеністю проблеми щодо клірингу та розрахунків. Так, згідно чинного законодавства організатори торгівлі можуть поєднувати діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку з клірингом та розрахунком за договорами щодо похідних (деривативів), що укладаються на такому організаторі торгівлі[1].

На думку автора, недосконаліть відповідного нормативно-правового забезпечення є однією зі значущих перешкод для успішного розвитку ринку деривативів в Україні. Адже практика функціонування українського строкового ринку випереджає його нормативно-правову базу. Чинні нормативні акти залишаються недосконалими, не враховують світовий досвід застосування строкових інструментів. І основні причини, на наш погляд, криються у відсутності єдиного підходу до термінологічного апарату. Так, у Цивільному кодексі України[2] та Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»[3] використовується термін «похідні цінні папери», при цьому не зазначається, які саме цінні папери відносяться до похідних. У Податковому кодексі використовується термін «дериватив», який характеризується як стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати в майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах[4]. Позитивним, на нашу думку, з позицій формування ефективних механізмів ціноутворення на деривативи є те, що в кодексі передбачається забезпечення виконання зобов'язань за ф'ючерсом шляхом створення відповідних умов організатором торгівлі стандартизованими строковими контрактами відповідно до його специфікації шляхом постачання базового активу та його оплати коштами або проведення між учасниками ціноутворення грошових розрахунків без постачання базового активу. Разом з тим у Податковому кодексі застосовується термін «опціон», а не «опціонний сертифікат», як це зазначено чинними нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, які прийняті в 2009 році[5,6], і які, на наш погляд, не сприяють розвитку цивілізованого та сучасного

---

[1] Про цінні папери та фондовий ринок / Закон України № 3480-IV від 23 лютого 2006р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу. – http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page

[2] Цивільний кодекс України : за станом на 04 березня 2015р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу. – http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/435-15

[3] Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні / Закон України № 448/96-ВР від 30 жовтня 1996 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80

[4] Податковий кодекс України : за станом на 01 квітня 2015р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу. – http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17

[5] Про затвердження порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії / Рішення Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України № 572 від 16 червня 2009 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0916-09

[6] Порядок реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії / Затв. рішенням Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України № 572 від 16 червня 2009 р. –

ринку деривативів. Тепер учасникам ціноутворення на деривативи необхідно доводити те, що «опціонний сертифікат» – це те саме, що й «опціон», хоча визначення опціонного сертифікату немає нічого спільного з визначенням опціону в Податковому кодексі.

Перспективи подальшого розвитку похідних фінансових інструментів в Україні та ціноутворення на них, на нашу думку, залежать як від розвитку організованого ринку базових активів та вдосконалення ціноутворення на них, що потребує подальшого удосконалення нормативно-правового забезпечення функціонування ринку цінних паперів.

Таким чином, становлення ціноутворення на фінансові деривативи відбувалося в декілька етапів у взаємозв'язку з основними напрямами: еволюційному, нормативно-правовому, технологічно-інформаційному, стратегічному та інноваційному, що дало можливість розвиватися ціноутворенню як на світовому ринку деривативів, так і на вітчизняному. Загалом ринок торгівлі фінансовими деривативами, а отже й ціноутворення на них розвивався фрагментарно і сьогодні це перешкоджає його стрімкому розвитку. Перспективи подальшого розвитку ринку похідних фінансових інструментів в Україні та ціноутворення на них лежать у методологічній концептуалізації та оптимізації ціноутворення на інноваційні структуровані продукти.

4.2. Основи методології ціноутворення на прості та складні похідні фінансові інструменти

Розвиток сучасного світового фінансового ринку характеризується якісними змінами, які, перш за все, пов'язані з фінансовими інноваціями у сфері строкового його сегменту, де відбувається торгівля опціонами. Ціноутворення на опціон є дуже суперечливим по відношенню до базового активу, оскільки базовим активом опціону може виступати не лише фінансовий інструмент, який дозволяє здійснити його фізичне виконання, а й деякі індикатори стану ринку. Наприклад, різноманітні індекси, які виступають ключовими параметрами ринкової вартості певної групи цінних паперів або інших фондових інструментів. Такі показники відображають як стан національного фондового ринку загалом, так і конкретного ринку цінних паперів, а також стан ринку цінних паперів декількох галузей або ринку окремої галузі, що заснований на цінах всіх або одного виду цінних паперів.

Дослідження сутності та основ функціонування ринку опціонів здійснювало багато зарубіжних та вітчизняних учених, серед яких слід відмітити Ф. Блека, О.І. Береславську, Т. Ворста, Ґ. Ґастінеу, П. Занґа, Р. Колба, Дж. Кокса, Р. Мертона, О.М. Наконечного, Л.О. Примостку, М.Г. Пясецьку О.М. Сохацьку, А.Б. Фельдмана, В.М. Шелудько, М. Шоулза. Зокрема, Л.О. Примостка досліджувала макроекономічні аспекти функціонування

[Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0916-09

опціонів. У свою чергу О.М. Сохацька досліджувала зміст опціонів та способи організації їх торгівлі. О.І. Береславська, О.М. Наконечний, М.Г. Пясецька досліджували застосування опціонних контрактів з урахуванням світового та вітчизняного досвіду при здійснені валютних операцій. А.Фельдман досліджував структуру та вартість опціонів. Ф. Блек і М. Шоулз сформували основну модель опціонного ціноутворення. Проте розрізнений підхід науковців не дає можливості уніфікувати сутність і значення опціонного ціноутворення для потреб суб'єктів фінансового ринку. Постає питання в теоретико-методологічному обґрунтуванні суті опціонного ціноутворення на ринку похідних фінансових інструментів.

Наукова гіпотеза дослідження полягає в тому, що свідоме застосування опціонного ціноутворення сприяє ефективному функціонуванню ринку цінних паперів як сегменту фінансового ринку та підвищенню його ролі в розвитку національної економіки.

Опціон, як відомо, є договором, який надає одній із його сторін право здійснювати купівлю чи продаж вказаного у цьому договорі базового активу протягом визначеного проміжку часу за фіксованою ціною. Розуміння економічної сутності опціону дозволяє оптимізувати ціноутворення на нього. Опціон окремими дослідниками розглядається як угода, яка надає покупцеві опціону право (але не зобов'язання) на купівлю чи продаж фінансових інструментів за фіксованою ціною протягом деякого періоду або на визначену дату в майбутньому в обмін на опціонну премію[1] чи – контракт, який передбачає для його покупця право купити або продати зазначений у ньому актив у визначений час в майбутньому за ціною, погодженою в момент укладання контракту в обмін на сплату продавцеві премії"[2]. Визначення опціону як об'єкту торгівлі надає Н. Купрій: «Опціон – це фінансовий інструмент між двома сторонами – покупцем і продавцем, який за визначену премію надає право (але не зобов'язує) купити або продати визначений фінансовий інструмент, що лежить в основі даного контракту, за фіксованою ціною протягом встановленого терміну»[3]. Є. Шаповалов дає також визначення опціону, спочатку як похідного фінансового інструменту, а тоді зазначає його контрактну форму: « опціон – один із видів похідних цінних паперів, стандартний контракт (угода), який дає його власникові право на купівлю чи продаж у майбутньому певного товару або фінансового інструменту за фіксованою ціною і в обумовлений період часу»[4]. Р. Кашпір і П. Матвієнко вбачають особливість опціону в тому, що одна із сторін угоди має обов'язок купити або продати базовий актив за фіксованою ціною протягом визначеного

---

[1] *Примостка Л.О.* Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків: навч.посібник / Л.О.Примостка. – К.: КНЕУ, 1998. – С.68.

[2] *Сохацька О.М.* Міжнародні ф'ючерсні ринки: теоретико-методологічні аспекти: монографія / О.М. Сохацька. – Тернопіль: Карт-блаш, 2002. – С.312–314 с.

[3] *Купрій Н.* Математична модель оцінювання ринкової ціни акції в момент виконання опціону / Н.Купрій // Вісник львівського університету. Серія економічна. – 2007. – № 37(1). – С. 685–690.

[4] *Шаповалов Є.* Перспективи входження фінансового ринку України у світову систему торгівлі деривативами / Є. Шаповалов // Вісник НБУ. – 2001. – №4. – С. 58–60.

періоду (американський) або у визначений час у майбутньому (європейський), а інша сторона набуває права відповідно продати або купити базовий актив на умовах угоди, і це право може бути передане (продане) третій особі без прийняття на себе зобов'язань»[1]. В.М. Шелудько зазначає, що опціон торгується на біржовому та позабіржовому ринках та має свої характеристики : «Опціон – один із видів строкових угод, які можуть укладатися як на біржовому, так і позабіржовому ринках. Залежно від прав, що надаються власнику (покупцю) опціону, останні поділяють на опціони PUT – «на продаж» та CALL – «на купівлю»[2].

На нашу думку, така розпорошеність поглядів вітчизняних науковців щодо характеристик опціону (опціон – «угода», «контракт», «фінансовий інструмент») пов'язана із неузгодженістю вітчизняної законодавчої бази. В Україні відсутній закон, який би регулював обіг похідних фінансових інструментів, та постійно вносяться зміни до нормативно-правових актів, які прямо чи опосередковано стосуються функціонування ринку цінних паперів, у тому числі і деривативів та врегулювання цін на них. Проте, зазначимо, що всі визначення опціону українськими вченими є доречними і всі вони одностайні в тому, що: по-перше, опціон на ринку має свого покупця і продавця, має свою ціну, термін дії; по-друге, під час торгівлі опціоном продається право на придбання фінансового інструменту в майбутньому, хоча ціна встановлюється під час укладання контракту. Тобто опціон є похідним фінансовим інструментом, який являє собою право купити/продати будь-які активи за заздалегідь обумовленою ціною протягом певного періоду.

Опціон характеризується складною внутрішньою структурою. У процесі дослідження структурних характеристик опціону ми виходили із загальних підходів до тлумачення сутності структури. В енциклопедичному словнику наводиться таке трактування поняття структура: «структура – певне поєднання складових частин цілого; будова, пристрій чого-небудь»[3]. Існує й інше формулювання: «структура – інваріантний аспект системи. Поняття «структура» тісно пов'язане з вивченням або формуванням організації системи... в дане поняття зазвичай включаються різні варіанти побудови стосовно до досліджуваної системи»[4]. Обидва визначення прийнятні для опціонів. Виходячи з цього, можна структурувати права, відповідальність та взаємозв'язки покупця і продавця в опціоні. Покупець опціону – сторона в договорі, яка набуває права; продавець опціону – інша сторона, обтяжена зобов'язанням, що підлягає виконанню на вимогу покупця. Ця центральна економіко-правова структурна характеристика покладена нами в основу опціону (табл. 4.4).

---

[1] *Кашпір Р.* Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків / Р.Кашпір, П. Матвієнко // Банківська справа. – 1998. – №3. – С.50–55.

[2] *Шелудько В.М.* Фінансовий ринок: навч.посіб. / В.М. Шелудько. – 2-е вид., виправ. і допов. – К.: Знання-Прес, 2003. – С.186.

[3] Советский энциклопедический словарь / Прохоров А.М., Семенов В.А., Бранин А.О. и др. – М.: Советская энциклопедия, 1989. – С. 338.

[4] Математика и кибернетика в экономике. Словарь-справочник. – М.: Экономика, 1975. – С. 549

Таблиця 4.4

Економіко-правова структурна характеристика опціону

Вид опціону	Права, які придбає покупець	Зобов'язання, які виникають у продавця
Опціон на покупку (call option)	Право купити ф'ючерсний контракт	Продати ф'ючерсний контракт
Опціон на продаж (put option)	Право продати ф'ючерсний контракт	Купити ф'ючерсний контракт

Джерело: побудовано автором

Якщо в основі опціону знаходиться інший похідний інструмент, то маємо справу з кумулятивним ефектом (ефектом подвоєння права), що випливає з опціону. При цьому ризик покупця в угоді з опціоном знаходиться в межах виплачуваної їм премії; ризик продавця необмежений, а дохід останнього ґрунтується на премії. Отже, **ціною опціону є премія**, тобто ціна, яку покупець (тейкер) сплачує продавцю (грантору). Після придбання опціону покупець приймає рішення по ньому незалежно від волі продавця; набуває виключного права виконувати опціони; не несе зобов'язання по поставці базису опціону або по ліквідації опціону за рахунок зміни позиції (здійснення зворотної угоди). Таким чином, з позицій ціноутворення та узагальнюючи визначення вчених-дослідників, слід визнати, що розуміння економічної сутності опціону лежить у площині економіко-правових відносин, які виникають у процесі торгівлі ним і відповідає загальним ознакам ПФІ та наповнені наступним змістом.

Відповідно опціону одна із сторін угоди (покупець отримує право при взаємних зобов'язаннях іншої сторони – продавця) в залежності від умов і правил місця торгівлі, протягом терміну, який передбачений домовленостями сторін, за ціною виконання, установленою відповідною угодою: а)купити, продати (або відмовитися) зафіксований обсяг цінностей (цінних паперів, інших ПФІ, валюти, інших цінностей), які розглядаються як базис для опціону; б) використати в якості такого базису зафіксовані показники дохідності, розрахункові величини, які самі по собі не переходять у власність учасників ціноутворення, але є основою для отримання потенційного доходу.

Опціон надає можливість (для варіанту a та b) учасникам на умовах і правилах місця торгівлі отримати потенційний дохід або передбачити потенційні (можливі) втрати як від спільних дій будь-якого учасника на реальному готівковому і строковому ринках, так і від операцій на строковому ринку. Широко вживаними різновидами цього типу є опціони з правом на купівлю (Call-колл) і з правом на продаж (Put-пут).

Опціон може бути реалізований чи ні залежно від рішення, прийнятого виключно його власником. Розмір премії залежить від співвідношення попиту і пропозиції опціонів, динамічності цін даного ринку, а також часу, що залишається до припинення права на опціон, і величини короткострокового банківського відсотка. В основному розмір премії буде визначатися його дійсною цінністю (intrinsic value) і тимчасовою цінністю (time value). За цих умов є можливим виникнення однієї із трьох ситуацій (рис. 4.2).

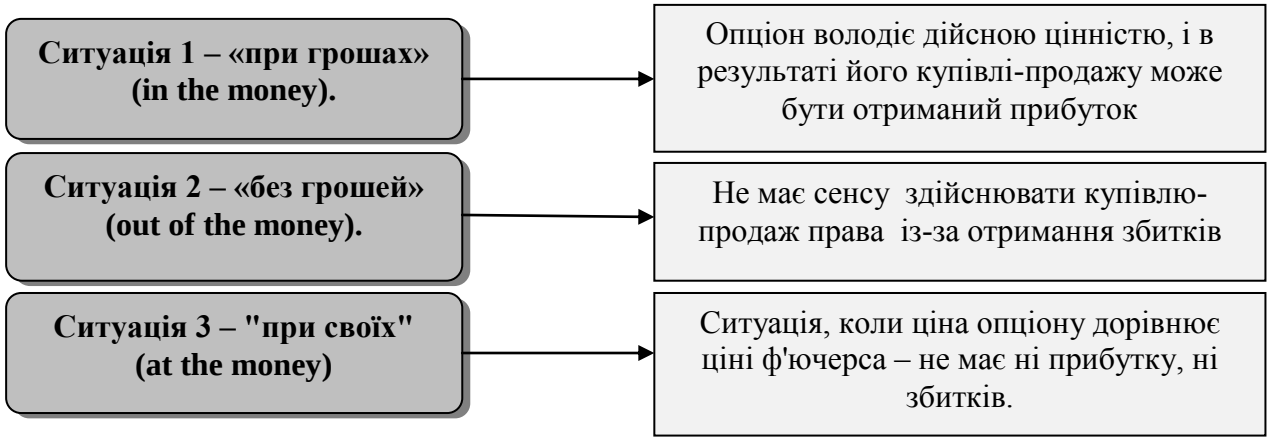


Рис. 4.2. Ситуативні модифікації опціонного ціноутворення

Джерело: побудовано автором

Коментуючи першу ситуацію «при грошах», на нашу думку, можна стверджувати, що перша частина вартості опціону – це дійсна вартість, яка є частиною премії опціону, і дорівнює кількості пунктів, які переводять опціон в стан «при грошах». Іншими словами – це різниця, на яку страйк – прас опціону пут (Put) вище поточної ціни базового активу або різниця, на яку страйк – прайс опціону колл (Call) нижче ціни базового активу. Зазначимо, що тільки опціони «при грошах» (in the money) можуть володіти дійсною цінністю (вартістю). Тимчасова цінність (вартість) опціону буде визначатися терміном, який залишається до припинення права на здійснення купівлі чи продажу ф'ючерса. Точніше, тимчасова вартість – це сума, на яку премія за опціон перевищує його внутрішню вартість. З часом, з наближенням дати експірації опціону (закінчення опціонного контракту), її величина зменшується, а до дати виконання контракту порівнюється з нулем.

Розрізняють американський опціон, при якому право може бути реалізоване в будь-який час у межах опціонного терміну (найчастіше 3, 6 або 9 міс.), і європейський опціон, при якому реалізація можлива тільки при настанні узгодженого терміну виконання зобов'язань. Американський опціон на сьогодні більш поширена форма опціону і торгівлі ними.

Прийнявши гіпотезу про те, що ринок вільний від арбітражування капіталів[1], дослідники вийшли на уявлення про внутрішню і зовнішню вартості опціонів, сформувавши тотожність вартостей опціону і внутрішньої вартості (першої компоненти ціни):

$$\mathbf{C(T)} = \max[0, \mathbf{S(T) - E)}], \mathbf{P(T)} = \max[0, \mathbf{E - S(T)}], \quad (4.1)$$

де C (T), P (T) – вартості опціонів відповідно колл (Call) і пут (Put) в момент часу T;

S (T) – поточна ціна базису в момент T; E – ціна виконання опціону.

Наступною компонентою премії (ціни) за опціоном є тимчасова (зовнішня) вартість (Time Value, Extrinsic Value) – різниця між фактичною

[1] *Cox J.* Options Markets. Englewood Cliffs. / J. Cox, M. Rubinstein. – New Jersey. – 1985. – P. 224.

премією і внутрішньою вартістю опціону. Тимчасова вартість відображає ризики за опціоном. Найбільшої величини тимчасова вартість досягає при рівності поточної ціни та ціни виконання базису в момент придбання контракту, оскільки в цій точці ймовірність відхилення поточної ціни базису в ту чи іншу сторону найбільш висока і відповідно високий ризик продавця. Тимчасова вартість прямує до нуля на дату закінчення терміну контракту, коли ймовірність коливань цін базису, природньо, перетворюється в нуль. Визначення вартості опціону (включаючи внутрішню і зовнішню вартості як органічні її компоненти) викликає потребу в ув'язці цієї вартості з поточною ціною і ціною виконання базису. Такі зв'язки досліджувалися зарубіжними вченими[1], які встановили, що існує характер взаємозв'язків, які розрізняються для опціонів колл (Call) і пут (Put); варіантів європейського та американського опціонів. При цьому залежності вартості опціону колл (Call), пут (Put) і цін базису по-суті формують постулати для теорії ціноутворення на опціони:

- вартість опціону не колл (Call) може бути більша, ніж поточна ціна основи ;
- опціон колл (Call) не може мати негативну вартість;
- вартість опціону колл (Call) не може бути менше різниці між поточною ціною і ціною виконання базису;
- для опціону колл (Call) різниця між поточною ціною базису та дисконтованою ціною виконання у всіх випадках не менше різниці між тією ж поточною ціною і ціною виконання, або вартість опціону в грошах більше його внутрішньої вартості (за виключенням моменту виконання);
- вартість опціону пут (Put) не може бути менше різниці між дисконтною ціною виконання і поточною ціною базису;
- вартість опціону пут (Put) при ранньому, достроковому виконанні не може бути менше різниці між ціною виконання і поточною ціною базису.

З цими обов'язковими постулатами вважаємо можливим розглядати методологію ціноутворення на опціони, в основу якої може бути покладено ряд вихідних, взаємопов'язаних принципів[2]:

- перший принцип – дотримання рівності витрат і грошових потоків в угодах з однією і тією ж цінністю при різних варіантах (модифікаціях) використання похідних і в порівнянних з ними угодах на реальному ринку або виявлення вмісту методик і моделей ціноутворення;
- другий принцип – визнання процесів на ринках похідних і сфери, в якій вони діють, як сукупності масових випадкових явищ. Звідси використання методів стохастичної апроксимації, включення у вигляді факторів показників волатильності та її розподіл для тих чи інших урахованих явищ;
- третій принцип – необхідність у методиках і моделях прямого обліку характеру операцій – хеджування, арбітражу, спекуляції, – для яких переважно використовується той чи інший тип похідних. Наслідком використання цього

---

[1] *Cox J.* Options Markets. Englewood Cliffs. / J. Cox, M. Rubinstein. – New Jersey. – 1985. – P. 224.

[2] *Фельдман А.Б.* Производные финансовые и товарные инструменты: учебник / А.Б. Фельдман– М.: Финансы и статистика, – 240с.

принципу стало введення показників коефіцієнтів хеджування, різноманітних варіантів депозиту і маржі, номінальної грошової суми, способів оцінки по ринку;

- четвертий принцип – сутнісні відмінності в методиках і прийнятих моделях для розрахунків і аналізу цін кожного з типів похідних. Для позначення мінової вартості цих інструментів застосовуються такі показники як: премія (в опціонах), індекси (під ф'ючерсами), платежі (у FRA, кеп, флоо та ін.);

- п'ятий принцип – забезпечення взаємної сумісності та конкурентоспроможності на фінансових ринках для кожного з ПФІ. Цей принцип постулюється і реалізується за допомогою і через зазначені раніше загальні гіпотези. Але в цілому, до загальних теоретичних обмежень, які нами пропонується використати для виконання дослідження цін, слід віднести: припущення про відсутність додаткових витрат учасників за межами застосування власне даного інструменту; прийняти, що не існує податків (або національне оподаткування здійснює незначний вплив на учасників); прийняти, що покупки не обмежені зовнішніми заборонами.

Принципи, методи та методики ціноутворення опціонів відносяться до фундаментальної фінансової теорії і формують основу методології опціонного ціноутворення (Рис. 4.3).

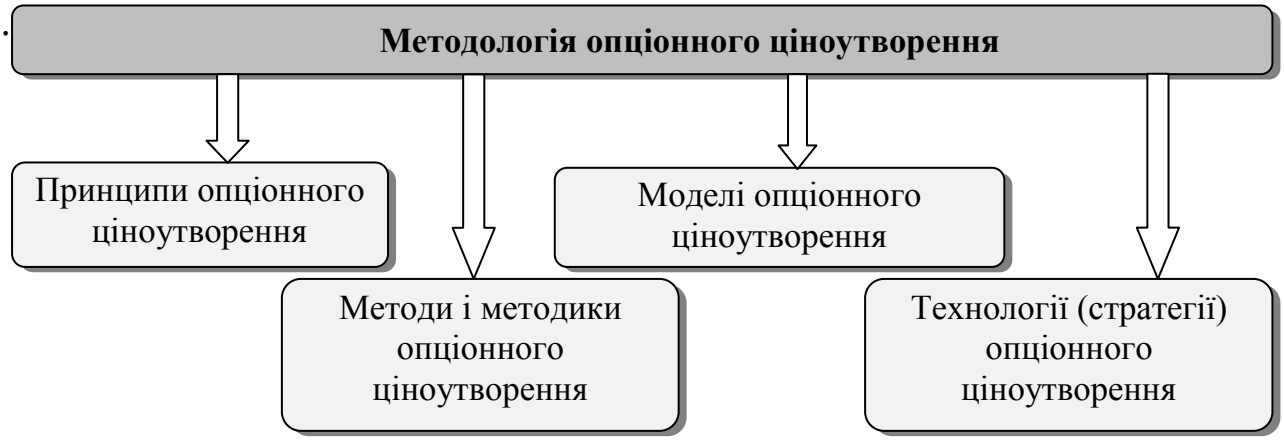


Рис.4.3. Схема методології опціонного ціноутворення

Джерело: побудовано автором

Визначення методів і моделей оцінки опціонів необхідно для виявлення об'єктивних вартостей, які враховують інтереси всіх учасників (покупців, продавців) і відповідно визнані ними. Склад теоретичних моделей, які використовуються в опціонному ціноутворенні, залежить від параметрів ймовірнісного розподілу курсів (цін) базисних цінностей.

У моделях, що враховують розподіл маси випадкових величин, особливе значення набуває розподіл дохідності їх базисів. Для виконання операцій з похідними інструментами існують різні економіко-математичні моделі.

У класичному розумінні опціон є інструментом фінансового строкового ринку, що засвідчує оплачене право на придбання (call-опціон) або продаж (put-опціон) базового активу за домовленою ціною на певну фіксовану дату в

майбутньому. З боку покупця опціону – купівля здійснюється для хеджування ризику – попередження втрат у випадку, якщо ціна базового активу коливатиметься у невигідному напрямку. За це покупець готовий сплатити деяку ціну – премію опціону. З іншого боку продавець, щоб визначити справедливу ціну, може керуватися однією з моделей ціноутворення опціону.

Важливим елементом опціону є його ціна. Ціна опціону складається з внутрішньої вартості та часової (тимчасової) вартості. Внутрішня вартість означає ціну базису, тобто ціна опціону не може бути нижчою за його внутрішню вартість. Тимчасова вартість – це вартість опціону, що виникає у зв'язку із невизначеністю на ринку. Загалом ціна опціону залежить від таких чинників, як ціна активу на фізичному ринку, ціна виконання опціону, термін дії опціону (час), відсоткова ставка, мінливість ціни активу, який лежить в основі опціону.

Моделі стосовно до хеджування сприяють вибору інструменту хеджування, показують кількісне співвідношення між хеджованим активом (товаром) і відповідним похідним інструментом, виявляють міру мінливості (щодо відповідності) цін активу, який хеджується, і цін спільних інструментів захисту, доходів від операцій з хеджованим активом і доходів від застосування ПФІ.

Формалізовані моделі, що описували б ціну опціону, довгий час не створювались. Перша була створена у 1973 році, коли Блек і Шоулс опублікували свою відому роботу «Оцінка опціонів і корпоративних зобов'язань» (The Pricing of Options and Corporate Liabilities) [1]. Їх дослідження базувались на попередніх роботах Самуельсона, також Джека Трейнора, Джеймса Бонесса, Едварда Торпа та здійснювалось у період швидкого росту опціонної торгівлі. Висновок їх теорії базувався на концепції безризикового хеджування. Купуючи акції і одночасно продаючи опціони колл на ці акції, інвестор може створювати безризикову позицію, де прибутки по акціям будуть точно компенсувати збитки по опціонам і навпаки.

Результатом розв'язання рівняння Ф. Блека, М. Шоулса, створеного на основі динамічного хеджування ризику утримання базових фінансових інструментів (БФІ) завдяки використання синтетичної стратегії при зроблених припущеннях, була справедлива ціна європейських CALL і PUT опціонів, яка визначалася таким чином (4.2 – 4.5):

$$P_{call} = S_t \times N(d_1) - X \times e^{-r \times (T-t)} \times N(d_2), \quad (4.2)$$

$$P_{put} = X \times e^{-r \times (T-t)} \times N(-d_2) - S_t \times N(-d_1), \quad (4.3)$$

де N(0,1) — функція розподілу нормального закону розподілу, а параметри d1 і d2 визначаються за формулою:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_t}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) + (T-t)}{\sigma \times \sqrt{T-t}} \quad (4.4)$$

[1] *Васильченко І.* Теоретичні підходи до моделювання вартості опціонів / І. Васильченко // Банківська справа. – 2011. – № 2. – С. 44–50.

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{S_t}{X}\right) + \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right) + (T-t)}{\sigma \times \sqrt{T-t}} \quad (4.5)$$

де St – ціна акції (БФІ) на момент часу t;

T – час до експірації опціону;

X – ціна страйк[1].

Існуючі моделі ціноутворення, створені в XX столітті, можна упорядкувати в два великі класи: перший клас моделей дозволяє отримати аналітичне рішення; другий клас – це моделі, що використовують чисельні методи для отримання оцінки вартості опціону[2] (табл. 4.5).

Таблиця 4.5

Ретроспектива становлення та класи моделей ціноутворення на деривативи

Рік виникнення	Назва моделі	Клас моделі
1900	Bachelier	Перший, аналітичний
1964	Samuelson	Перший, аналітичний
1973	Black, Shoels, Merton	Другий, розрахунковий
1977	Roll	Перший, аналітичний
	Boyle (моделювання за методом Монте-Карло)	Другий, розрахунковий
1979	Goldman,Geske	Перший, аналітичний
	Cox,Ross, Rubinstein (біноміальні моделі)	Другий, розрахунковий
1987	Ho, Lee, Boyle (метод кінцевих різниць)	Другий, розрахунковий
	Garman, Johnson,Hull	Перший, аналітичний

Джерело: побудовано автором

Теоретично оцінка вартості опціону будь-якого виду полягає в обчисленні очікуваної вартості опціону у момент виконання і дисконтуванні цієї величини до теперішнього часу. Оскільки опціон оцінюється на основі вартості базового активу, то, як правило, обчислюють потенційний дохід інвестора у реальних економічних умовах. Оцінка на основі реальних опціонів – це метод, який дозволяє установити вартість гнучкості, можливості адаптування рішень при одержанні нової інформації в умовах постійно мінливого середовища[3] Для визначення цін опціонів використовується ряд моделей, які ґрунтуються на двох базових моделях – моделі біноміального дерева Кокса-Росса-Рубінштейна та моделі Блека-Шоулза. Серед методів

---

[1] *Силантьєв С.О.* Мікроекономічні основи ціноутворення опціонів / С. О. Силантьєв // Економіка та підприємництво: зб. наук. праць молодих учених та аспірантів / М-во освіти і науки України, ДВНЗ "Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана" ; відп. ред. С. І. Дем'яненко. – 2011. – Вип. 27. – С.160–166.

[2] *Smithson C.* Song , Shan.Extendet Family / C. Smithson // Risk Magazine. – 1995. –Vol.8. – P.52–53.

[3] *Халл Дж.К.* Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты : [пер. с англ.] / Джон К. Халл. – М. [и др.] : Вильямс, 2007. – С. 753.

прогнозування волатильності на сьогоднішній день найбільш часто застосовуються GARCH моделі.

Так, у відповідності до моделі Блека-Шоулза ціна європейського опціону на акції визначається:

$$P = P(T, S, K, r, \sigma), \tag{4.6}$$

де T - час, що залишився до виконання опціону;

S – ціна базового активу в даний момент;

К – ціна виконання опціону;

r – безризикова івдсоткова ставка;

σ – волатильність (мінливість) ціни базового активу.

Модель використовує кілька наближень. У відповідності з першим передбачається, що в момент виконання опціону ціна активу є логнормальною випадковою величиною, тобто логарифм $S(t)/S(t-1)$ відношення цін базового активу має нормальний розподіл. Друге припущення полягає в тому, що волатильність вважається постійною протягом усього терміну дії опціону. У реальності ці два припущення не завжди виконуються. Для опціонів на ф'ючерс модель Блека використовує поправку для вартості базового активу.

Біноміальна модель Кокса-Росса-Рубінштейна використовує підхід біноміальних дерев. Період дії опціону розбивається на малі відрізки часу. Передбачається, що на кожному такому відрізку ціна акції може вирости з імовірністю p від свого початкового значення, або з вірогідністю 1- p впасти від нього. У моделі є три параметри: N – число кроків, які визначають точність моделі, δ - відносна зміна ціни на кожному кроці, р- ймовірність підвищення ціни, які в свою чергу можуть бути виражені через T, σ, r . Передбачається, що послідовні рухи ціни акції спочатку вгору, а потім униз компенсують один одного. Для обчислення ціни опціону здійснюється процедура «спуску» по дереву від останнього ярусу до нульового, тобто від моменту виконання до початкового моменту часу. Ймовірності р розраховуються, виходячи з біноміального розподілу ціни базового активу.

Точність та тривалість підрахунків ціни опціону варіюється від моделі до моделі. У деяких випадках (наприклад, європейський опціон) ефективність моделі є високою, в той час, як в інших (як, наприклад опціони з конвертованими бондами), проблема є більш складною і продуктивність моделі падає[1].

Для прогнозування цін використовується GARCH модель, яка передбачає, що на поточну ймовірність дисперсії впливають як попередні зміни прогнозованої величини, так і попередні оцінки дисперсії. Модель GARCH накладає певні обмеження на динаміку тимчасового ряду, що не дозволяє враховувати деякі спостережувані на практиці ефекти.

---

[1] *Connolly K.B.* Pricing Convertible Bonds/ K.B. Connolly. – Chichester: John Wiley and Sons, 1998. – 146 p.

Таким чином, описані вище моделі були виведені на основі теоретичних аргументів, що базуються на припущеннях стосовно цін базового активу та без ризикової відсоткової ставки. Слід визнати, що ці моделі є узагальненням реальності та їх ефективність залежить від здатності відслідковувати динаміку цін базового активу. Біноміальна модель може слідувати різним розподілам і те, як вона впливає на ціну самого опціону, може залежати від типу самого опціону (бар'єрний, європейський, американський, азійський, бінарний, бермудський, тощо).

Недоліки описаних вище моделей обумовлені жорсткими статистичними припущеннями про властивості часових рядів. Вони обмежують можливості методів математичної статистики, теорії випадкових процесів, так як реальні процеси ціноутворення на фінансовому ринку похідних інструментів не можуть бути адекватно описані за допомогою традиційних статистичних моделей, оскільки є суттєво нелінійними і мають або хаотичну, або квазіперіодичну, або змішану основу.

Останнім часом науковцями ініціюється пошук нових розв'язань завдань з ціноутворення опціонів, оскільки існує значне збільшення елементів ринкового ризику, який є наслідком волатильності валютних курсів, відсоткових ставок, а також нестійкості курсів цінних паперів.

Одним із новітніх підходів, які можуть бути використані на ринку деривативів завдяки своїм винятковим властивостям (адаптивності і можливості виявляти приховані залежності між даними), є метод нейронних мереж.

Сутність методу випливає із методик, які забезпечуються наступною архітектонікою:

1-етап: визначення архітектури мережі (кількість входів, кількість відкритих слоїв, а також тип нейтронної мережі (зворотного поширення помилки, гібридні, з радіальними базисними елементами). В якості вхідної інформації при цьому можуть бути використані характеристики опціонів, індексів, дані із зовнішніх ринків.

2-етап: вибір горизонту навчання – тобто історичної вибірки даних, на якій навчатиметься нейронна мережа. Вибірка даних повинна містити всі варіанти поведінки модельованої величини. Якщо в даних, на яких навчалася нейромережа, не відображені різкі падіння або зростання, то нейромережа не зможе передбачити схожі зміни в майбутньому. Поведінка вхідних-вихідних величин, спостережуване в навчальних прикладах повинно максимально відповідати тому, що планується моделювати. Також вибірка повинна бути досить довгою, щоб нейронна мережа могла виявити залежності між даними.

3-етап: підготовка даних. Використання відносних величин у якості вхідних параметрів дозволяє значно підвищити чутливість моделі.

4- етап: навчання. Вивчення вихідних характеристик, зокрема вихідного сигналу у вигляді деякої функції з розробкою критерію зупинки навчання.

5- етап: тестування. На етапі тестування відбувається запуск нейронної мережі на нових даних (тих, які не використовувалися при навчанні). Якщо

рівень помилки зберігає допустимі значення, то навчання пройшло успішно і створення моделі вважається закінченим.

Позитивні характеристики методу нейронних мереж знайшли схвалення у таких зарубіжних вчених, як Хілі, Діксон, Рід та Хаї [1], які за 1992-1997 рр. на прикладі цін на FTSE 100 «кол» опціони встановили, що нейромережа досить точно відтворює ринкові ціни. Водночас Яо, Лі і Тан[2] досліджували за допомогою нейронних мереж цін «кол» на опціони Nikkei 225 ф'ючерси (вони є американські) і встановили, що результати істотно різняться від результатів моделі Блек-Шолза. Амілон[3] співставив результати, отримані за методом нейронних мереж та з використанням моделі Блек-Шолза в оцінюванні європейських «кол» опціонів на індекс OMX. Свої дослідження він будував на впливі саме дивідендів на результат. І за результатами дослідження зробив висновок, що для історичної та неявної волатильностей нейромережі дають кращий результат.

Ідентичні дослідження щодо порівняння методу нейронних мереж з традиційними моделями належать також Хатчінсону, Ло і Погіо[4] на прикладі оцінки американських «кол» опціонів на ф'ючерси індекса S&P500; Гіглу і Аронсону[5]; Кітамурі та Ібісуді [6], які досліджували ефективність використання нейромереж у розрахунку цін американського «кол» опціону S&P100.

Перевагами штучних нейронних мереж у оцінці вартості опціону є те, що вони здатні моделювати нелінійні залежності, та не обмежені припущеннями, які притаманні параметричним моделям. Так, наприклад, вони не спираються на припущення стосовно ціноутворення базового активу, як і не залежать від жодних теорій, що прагнуть пов'язати ціну базового активу з ціною опціону, виписаного на нього. Вони є гнучкими і можуть бути використані для генерації моделей ціноутворення широкого спектру опціонів.

Проведені автором дослідження в сфері ціноутворення на опціони доводять необхідність наступного алгоритму ціноутворення на опціони:

1) Визначення справедливої ціни, оскільки опціони є похідними фінансовими інструментами, ціна яких нелінійно залежить від вартості базового активу. При укладанні угод, прийнятті інвестиційних рішень необхідно мати можливість оцінити справедливу ціну опціонного контракту.

---

[1] *Healy J.* A Data-Centric Approach to Understanding the Pricing of Financial Options / J. Healy, M. Dixon, B. Read, F. Cai // European Physical Journal. – 2002. – Vol. 27. – №2. – P. 219–227.

[2] *Yao J.* Option Price Forecasting Using Neural Networks / J. Yao, Y. Li, L. Tan // Omega. – 2000. – Vol. 28. – №4, August. – P. 455–466.

[3] *Amilon H.* A Neural Network Versus Black-Scholes: A Comparison of Pricing and Hedging Performances/ H. Amilon. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://cs.uni-muenster.de/Professoren/Lippe/diplomarbeiten/html/eisenbach/Untersuchte%20Artikel/Amil03.pdf

[4] *Hutchinson J.* A Nonparametric Approach to Pricing and Hedging Derivative Securities Via Learning Networks / J. Hutchinson, A. Lo, T. Poggio // Journal of Finance. – 1994. – Vol. 49. – №3, July. – P. 851–889.

[5] *Geigle D.S.* An artificial neural network approach to the valuation of options and forecasting of volatility / D.S. Geigle, J.E. Aronson // Journal of Computational Intelligence in Finance. – 1999. – 7:6 (November/December). – P. 145–157.

[6] *Kitamura T.* Pricing Options Using Neural Networks / T. Kitamura, S. Ebisuda. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.icmacentre.ac.uk/files/discussion-papers/DP2011-18.pdf

2) Визначення ризику опціонної позиції. Величезні збитки останнього часу, з якими зіткнулися деякі торгуючі похідними інструментами транснаціональні банки, виникають, головним чином, через недостатність фінансового контролю та оцінки ризику. Оцінка і контроль ризику є необхідними умовами успішної роботи на ринку деривативів.

3) Прогнозування ціни опціону. Для того, щоб успішно здійснювати спекулятивні операції на ринку опціонів, інвестору необхідно з досить високою точністю передбачати майбутню зміну ціни, тренд руху. Передбачати зміну ціни представляється доцільним, оскільки саме це дозволяє отримувати дохід від коливань ринку.

4) Прогнозування волатильності опціону в торгових стратегіях. Торгові стратегії волатильності дозволяють відмовитися від припущення тренда руху ціни фінансового активу, оскільки для отримання прибутку важливий прогноз мінливості ціни фінансового активу.

Отже, методологія оцінки вартості опціонного контракту передбачає реалізацію 3-х груп моделей:

1-група: моделі оцінки ризику опціонної позиції, які дають можливість визначити рівень можливих втрат при зміні ціни базового активу, волатильності або інших зовнішніх параметрів;

2-а група: моделі прогнозування зміни ціни опціонів, які дозволяють з досить високою ймовірністю передбачити зміну ціни опціону, на основі історичних значень ціни опціону, базового активу, зовнішніх даних;

3-я група: моделі прогнозування волатильності опціонів, які можуть бути використані для побудови стратегії волатильності.

Математичні моделі є засобом для управління ризиком (системним, специфічним – несистемним). В операціях арбітражу і спекуляції моделі, будучи вбудованими в загальний «сценарій» поведінки учасників, застосовуються ними для розрахунків економічних показників фінансових інструментів з тим, щоб своєчасно виявити і використовувати можливі рівні і коливання цих показників для отримання грошового доходу. Таке ж призначення (управління ризиком, розрахунок цін) мають моделі та обчислення при спільному використанні на строковому ринку порівнянних похідних інструментів (відповідно при хеджуванні, арбітражі, спекуляції). Математична техніка для ринків фінансових інструментів ґрунтовно розроблена, але продовжує розвиватися. Так, розширюється різноманітність у підходах до інвестування (зверху вниз, знизу вгору), методах управління портфелями (активний, пасивний, фундаментальний аналіз, технічний аналіз) і особливо в ідентичних з ними моделях, методах розрахунків.

Нині необхідно визнати окремо групу моделей, які пропонують класичні рішення для опціонів у численних сучасних математико-статистичних моделях[1].

---

[1] *Уотшем Т.Дж.* Количественные методы в финансах / Т.Дж. Уотшем, К. Паррамоу. – Москва: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – С. 441–449.; *Колби Р.* Энциклопедия технических индикаторов рынка / Р. Колби, Т. Мейерс; пер. с англ. А.И. Ливензон. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – С. 269–274; *Де Ковни Ш.* Стратегия хеджирования. / Ш. Де Ковни, К. Такки. – М.: Инфра-М, 1996. – С.65;

Відповідно до особливих характеристик опціонів історично склалися технології, що відносяться до опціонної торгівлі. Під складовими технології автор розуміє способи і процеси, які слугують реалізації конкурентних механізмів в опціонній торгівлі, спираючись на енциклопедичні розуміння технології, як сукупність знань про способи і процеси, механізми обробки даних.

Технології, які обслуговують учасників ціноутворення, призначені для використання основних функцій опціонів і реалізують стратегії опціонного ціноутворення (рис. 4.4).

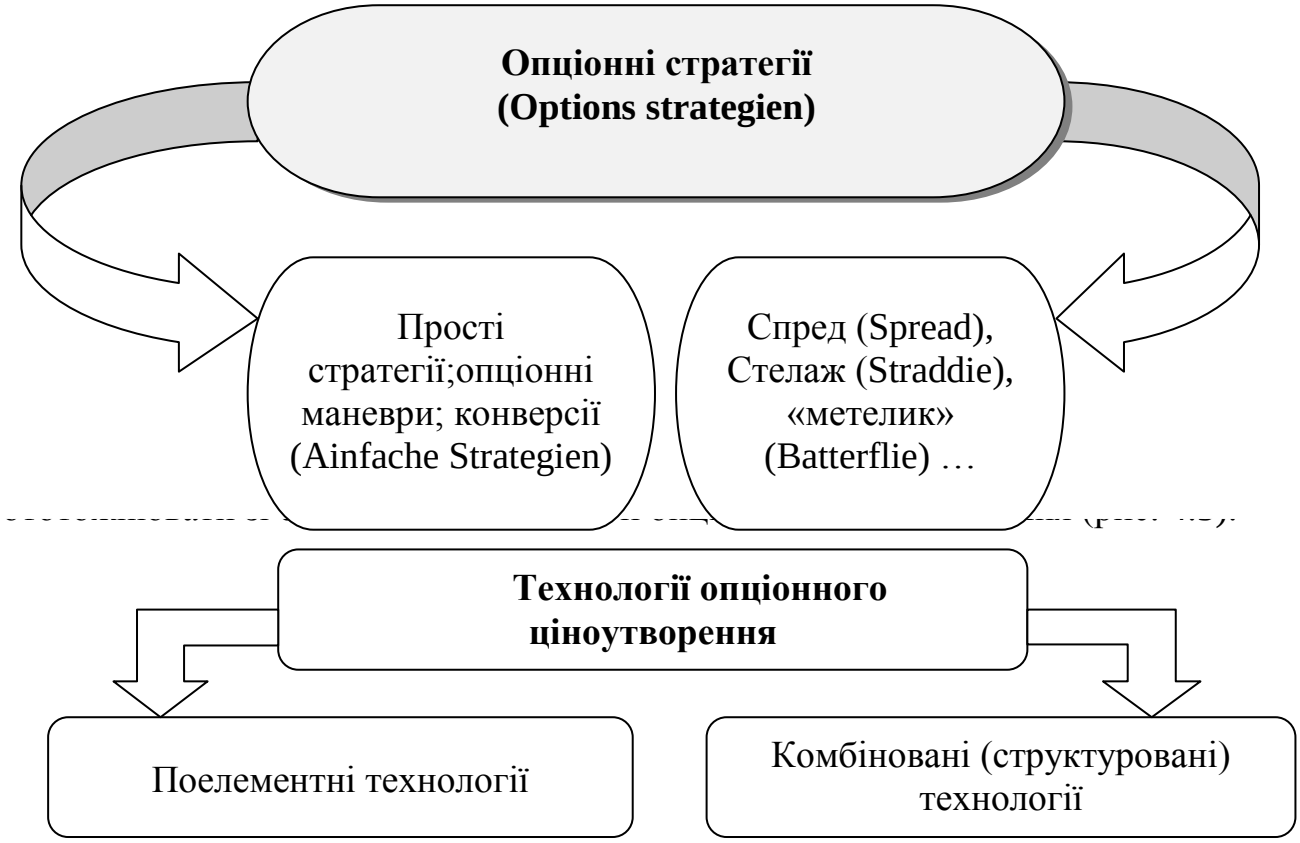


Рис.4.5. Технології опціонного ціноутворення
Джерело: побудовано автором

Прикладом використання поелементної технології є графіки[1] (рис. 4.6 та рис. 4.7).

Кочович Е. Финансовая математика / Е. Кочовин. – М.: Финансы и статистика, 2004. – С. 241–246; *Дружинин Н. К.* Математическая статистика в экономике / Н.К. Дружинин. – М.: Статистика, 1971. – С.93; *Езекиэл М.* Методы анализа корреляцийи регрессий / М. Езекиэл, К. Фокс ; пер. с англ. – М.: Статистика, 1966. – С.433.; *Фишер Р.* Статистические методы для исследователей / пер. с англ. ; Р.А. Фишер. – М. : Госиздат, 1958. – 268 с.

[1] Графіки побудовані за наступними позначеннями: S_0 – поточна ціна базису; Е – ціна виконання базису; С – премія (ціна опціону) в момент придбання; по осі Х – зафіксовано рух цін базису, по осі У – розмір прибутків і збитків, враховуючи премію, * – точка хеджування

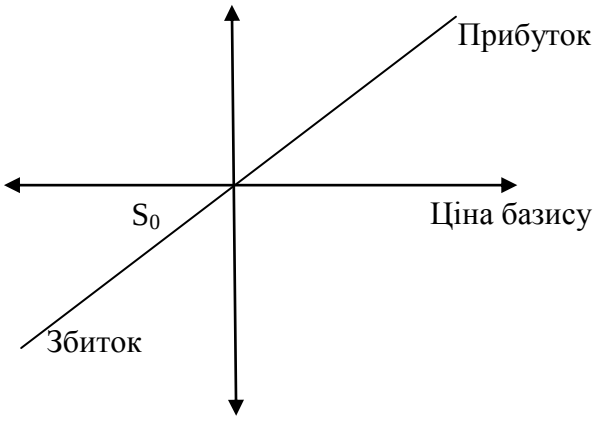


Рис. 4.6. Купівля базису (Long Underling)

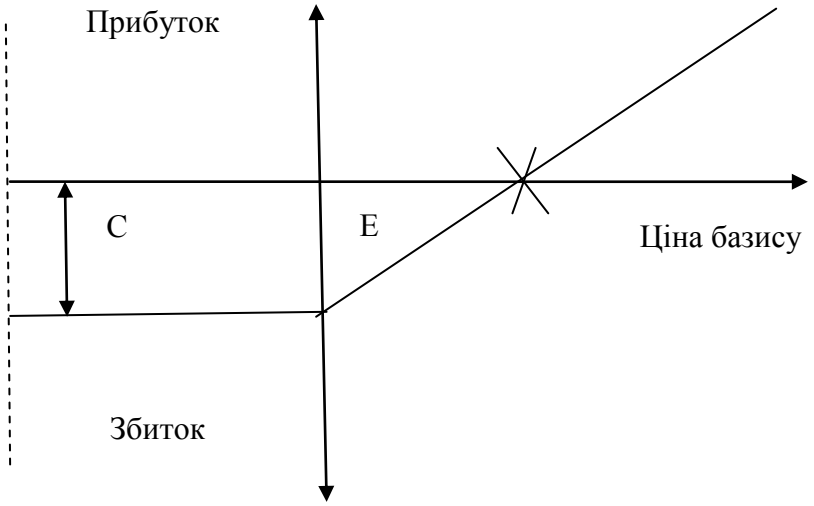


Рис.4.7. Купівля опціону на закупівлю (Long Call)

Подальші комбіновані технології пов'язані в основному з арбітражем і спекуляцією. Так, стратегія серед (Spread) означає, що учасник ринку здійснює одночасну купівлю і продаж опціону колл (Call) або опціону пут (Put) для одного і того ж базису з різними строками виконання.

Таким чином, процес ціноутворення на опціон є суперечливим і складним. У процесі ціноутворення опціону беруть участь продавець (тейкер) та покупець (грантор). Ціною опціону є премія. Реалізується опціон через договір (контракт). В основу ціноутворення опціону покладена економіко-правова структурна характеристика опціону. Основи методології ціноутворення є фундаментальною фінансовою теорією на ринку деривативів, до якої належать принципи, методи і методики, стратегії та технології опціонного ціноутворення. Невід'ємною складовою методології є моделі опціонного ціноутворення, які використовуються у дослідженнях цінової поведінки опціонів.

4.3. Формування пропозиції та методи оцінки вартості структурованих фінансових продуктів

Основною передумовою створення структурованих продуктів вважаємо зростання попиту на основні і похідні фінансові продукти як з боку емітентів, так і з боку інвесторів. Так, наприклад, якщо в ролі продавця, виступає банк, який проводить емісію і реалізує структурований продукт у роздріб, і існує інвестор, який має потребу (формує попит), тобто цілі емітента і інвестора співпадають, то звичайно такий продукт завжди буде мати ринкову роздрібну ціну для успішної реалізації на фінансовому ринку (рис. 4.8).

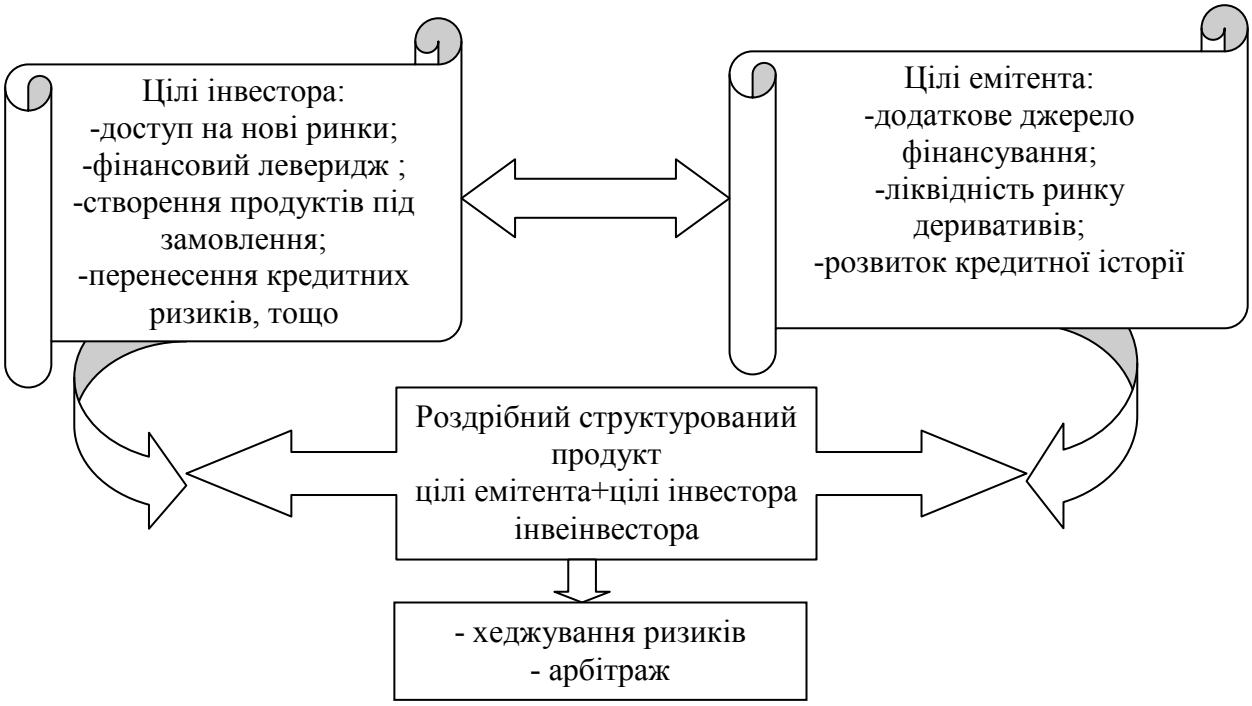


Рис. 4.8. Схема створення роздрібних структурованих фінансових продуктів

Джерело: побудовано автором

Зазначені вище цілі інвестора і емітента не обмежуються представленим списком. Проте цілі і завдання створення структурованих продуктів визначають їх класифікацію.

На даний момент у світовій практиці не прийнята єдина система класифікації. Вона відсутня з ряду очевидних причин: це, в першу чергу, молодість ринку та обмеження доступу до нього серед приватних інвесторів, постійна поява нових інструментів і переважно їх позабіржовий характер, власне трактування продуктів інвестиційними банками. Серед усього іншого роздрібні структуровані продукти поки не віднесені до якого-небудь конкретного класу активів – до боргових інструментів, похідних фінансових

інструментів, або ж до окремого класу активів – на цю тему ведуться значні дебати у всьому світі[1].

В процесі розвитку ринку структурованих продуктів було здійснено багато спроб визначення критеріїв їх класифікації.

Суттєвий крок уперед в цьому напрямку зробила Фінська Асоціація структурованих продуктів. За допомогою директиви МІФІД[2] вона подає на розгляд ряд критеріїв, за якими можливо той чи інший структурований продукт віднести до складного або простого. За їх твердженням, навіть, незважаючи на те, що часом структурований продукт може мати форму фонду[3], такого як UCITS, вони повинні бути віднесені до складних. Рівень складності визначається, на їхню думку, двома критеріями – це комплексність продукту і його ризик. За результатами досліджень встановлено, що динамічні та мінливі складові продукту роблять його комплексним, а наявність статичних елементів роблять його більш простим у випадку, якщо продукт задовольняє критерії ризику (табл.4.6).

Таблиця 4.6

Критерії ризику в класифікації фінансових структурованих продуктів

Основні критерії ризику структурованих продуктів, за якими продукти відносять до простих чи складних	
Критерії ризику, згідно яких структурований продукт можна віднести до складного	Критерії ризику динамічних складових, згідно яких структурований продукт можна віднести до простого
Інвестор втрачає більше, ніж вкладає	Мінливість основних параметрів на протязі існування продукту (строк обертання, коефіцієнт участі, тип виплат, їх періодичність і та ін.)
Реалізація продукту не покриває витрати	Зміна питомої ваги активів[4]
У емітента продукту відсутній інвестиційний рейтинг	Здатність заміни одного базового активу на інший
У структурі продукту немає достатньої диверсифікації	
Упродовж місяця продукт не має ліквідності	

Джерело: узагальнено на основі: *Омельченко В.В.* Оценка стоимости розничных структурированных финансовых продуктов : дис.... к-та экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Владимир Владимирович Омельченко ; Государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Государственный университет Высшая школа экономики». – М.:, 2010. – 173 с.

---

[1] *Омельченко В.В.* Оценка стоимости розничных структурированных финансовых продуктов : дис. ... к-та экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Владимир Владимирович Омельченко ; Государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Государственный университет Высшая школа экономики». – М.:, 2010. – С. 79.

[2] Markets in Financial Instruments Directive – європейський закон з регулювання фондового ринку

[3] Фонди UCITS,паї яких торгуються на біржі, у світовій практиці відносяться до простих фінансових продуктів

[4]Винятком в даному випадку є встановлена частка активу у виплатах на дату погашення продукту. Наприклад, на індекс з найкращого прибутковістю доводиться 50% виплат, на другий по прибутковості - 30%, і на третій - 20%. (Авт)

Відповідно, продукти, що не володіють зазначеними вище властивостями, і задовольняють критеріям ризику, Фінська Асоціація структурованих продуктів відносить до розряду простих.

Більш широка класифікація роздрібних структурованих продуктів представлена Швейцарською асоціацією структурованих продуктів[1], які обертаються на ринках Європи. Проте там описуються характеристики таких продуктів, які не торкаються їх сутності та критеріїв. Спроба класифікувати такі продукти описується в праці М.Ю.Глухова «Структуровані фінансові продукти в системі фінансового інжинірингу»[2], де автор поділяє структуровані продукти за такими критеріями:

1) в залежності від завдань по їх використанню;

2) за рівнем гарантованості капіталу[3];

3) за кількістю виплат (купонні, без купонні);

4) за типом базового активу;

5) за формою продукту(цінний папір, депозит, послуга);

6) за типом інвестора (інституційний, індивідуальний, група масового вжитку);

7) за динамічною поведінкою базового активу (за волатильністю, спредом, зростанням чи падінням базового активу);

8) за місцем і поведінкою деривативу у складі продукту;

9) за ступенем залежності виплат від цінової величини базового активу;

10) за функціями, які позначають виплати продуктів.

Зростання популярності структурованих продуктів на світовому фінансовому ринку відображають багато показників. Так, відтік коштів з фондів колективних інвестицій у рамках UCITS[4] у 2009 Європі склав € 61 млрд.[5]. У той же час, серед фондів, що не належать до UCITS, значний приплив коштів спостерігався тільки в фондах альтернативних інвестицій. Безумовно, при відновленні ситуації на фондовому ринку, увагу інвесторів може бути знову звернено до традиційних колективних інвестицій. Однак існує думка, що

---

[1] Swiss Structured Product Association. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.sspa-association.ch/home/produkttypen.aspx?lang=en

[2] *Глухов М.Ю.* Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Михаил Юрьевич Глухов ; Финансовая академия при Правительстве Российской федерации. – М., 2007. – С. 44.

[3] За ступенем захисту капіталу виділяють продукти, які надають: гарантоване повернення капіталу - за даними інструментам гарантується 100% -ний повернення капіталу, незалежно від зміни вартості базового активу; частково гарантований повернення капіталу - в даному випадку повернення капіталу гарантований частково у вигляді відсотка від первісної суми. Найчастіше рівень гарантованості визначається динамікою базового активу. Наприклад, якщо вартість базового активу на кінець дії структурованого продукту не впала більше ніж на 15% інвестору гарантується 100% -ний повернення капіталу. Якщо ж вартість активу впала більше, ніж на 15%, то інвестору буде повернута початкова сума, помножена на певний коефіцієнт.

[4] UCITS – Директива Європейського ссоюзупро «Спільних інвестиціях в цінні папери, які обертаються» (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, №2001/107/EC и 2001/108/EC)

[5] Офіційний сайт журналу Structured Retail Products. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.structuredretailproducts.com/

певні тенденції на ринку не сприятимуть такого розвитку подій, та інвестори будуть віддавати більшу перевагу структурованим інструментам.

Серед емітентів структурованих продуктів найбільшу долю ринку Європи займають: Commerzbank (18%), Deutsche Bank (11%), BNP Paribas (9%), Drezdnerbank(26%), UBS (: %), Citibank (5%),Goldman Sachs (5%)[1].

Однією з основних проблем фінансового ринку є складність справедливого ціноутворення структурованих фінансових продуктів. Ефективна система ціноутворення вкрай необхідна як для інвесторів, так і для емітентів, оскільки лише при її наявності можливо нормальне функціонування ринку. На нашу думку, при розробці методів оцінки вартості структурованих фінансових продуктів необхідно враховувати велику різноманітність існуючих і проектованих роздрібних структурованих продуктів. З цією метою розглянемо процес конструювання та емісії продуктів, де виявляються найбільш типові продукти, проглядається їх структура, після чого для кожного типу продуктів розробляється механізм оцінки вартості.

Зважаючи на певні етапи створення структурованого продукту (рис. 4.9), та припустивши, що продукт створюється приватним іноземним інвестиційним банком для додаткового фінансування і не передбачає купонних платежів, а дохід інвестора розраховується як відсоток від зростання базового активу. Крім цього у разі негативної динаміки інвестор отримує назад інвестовану ним суму, для банку ціна фінансування буде залежати від вартості деривативних транзакцій.

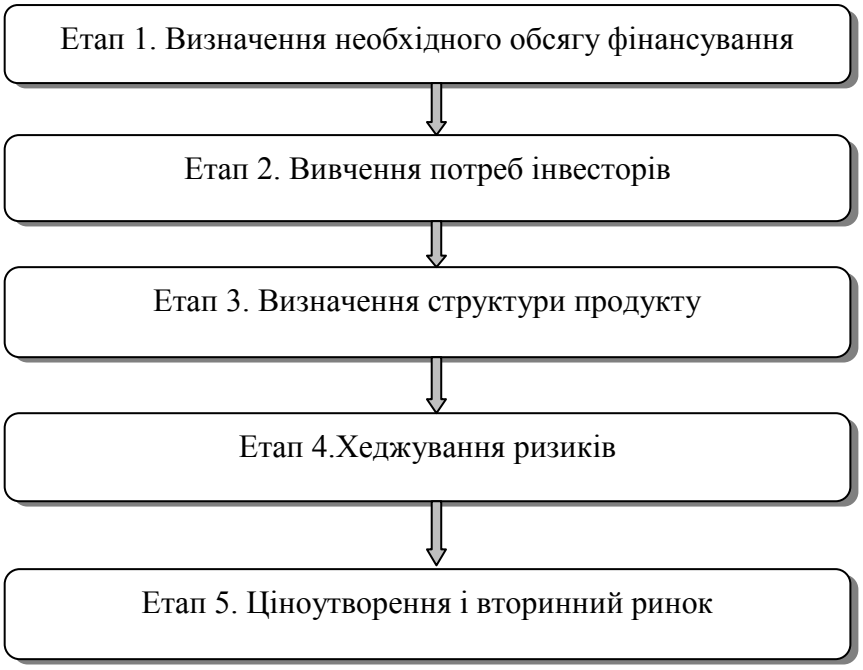


Рис. 4.9. Етапи конструювання роздрібного структурованого продукту

Джерело: побудовано автором

[1] Офіційний сайт журналу Structured Retail Products. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.structuredretailproducts.com/

Зважаючи на те, що продукти складаються з двох основних елементів – боргової частини, призначеної для фінансування діяльності емітента і деривативних транзакцій, обсяг фінансування позначимо через ставку r_f, яка нараховується на боргову частину, тому що вона виражає обсяг коштів, спрямованих на деривативну транзакцію, а також означає вартість позики для емітента. На практиці дана ставка визначається як сума ринкової ставки в базовій валюті (наприклад, LIBOR, EURIBOR, MOSIBOR, Mosprime) і кредитного ризику емітента. Ринковим показником кредитного ризику є вартість CDS на облігації емітента.

Таким чином, ставку r_f *можна визначити:*

$$\mathbf{r_f = market\ rate + CDS\ spread}, \qquad (4.7)$$

де *market rate* – ринкова ставка інструмента у валюті (LIBOR, EURIBOR, Mosprime, і т.д.);

CDS spread – спред кредитно-дефолтного свопу на борг емітента[1].

Ставка r_f є узагальненим теоретичними рівнем відсоткових ставок з урахуванням кредитного ризику емітента, нижче якого інвестиційний банк не зможе залучити боргове фінансування. Відповідно, чим вище ставка r_f, тим більше коштів може бути спрямована на деривативну транзакцію. А це, в свою чергу, дозволяє робити продукт привабливим з інвестиційної точки зору.

Припустимо, що банк планує випустити ноту в жовтні 2015 року обсягом у 10 млн. USD.

Річна ставка LIBOR на 01.10.2015 складає 1.24188%, а значення і Traxx – 81.93 базових пунктів (0.8193%). Таким чином, банк зможе фінансуватися під (1.24188% + 0.8193%) = 2.06118%, і на боргову частину буде направлено 10 000 000 * $e^{-2.06118}$% * 5 = 9020 737.50 USD.

Після того, як необхідний обсяг боргового інструменту визначено, необхідно провести аналіз загальноекономічної ситуації в країні, а також оцінити переваги інвесторів і поточну ситуацію на ринку структурованих продуктів. На другому етапі інвестиційному банку необхідно проаналізувати ринок і виявити безліч різних потреб інвесторів, які ляжуть в основу створення продукту. Цей процес включає в себе створення економічної складової продукту, оцінки його перспективи, визначення основних параметрів, обсягу емісії ступеня схильності до ризику. Цей процес, як правило, супроводжується впливом факторів[2]. Зважаючи на дослідження вчених, основними факторами, які впливають на структуру продукту на цьому етапі, є фактори, в оточені яких перебуває інвестор по встановленню ціни (рис. 4.10.).

---

[1] Данний показник відображає ризик емітента

[2] *Омельченко В.В.* Оценка стоимости розничных структурированных финансовых продуктов : дис. ... к-та экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Владимир Владимирович Омельченко ; Государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Государственный университет Высшая школа экономики». – М.:, 2010. – С.49

Рис. 4.10. Основні фактори впливу на створення структурованих продуктів

Джерело: розширено і доповнено на основі: *Омельченко В.В.* Оценка стоимости розничных структурированных финансовых продуктов : дис.... к-та экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Владимир Владимирович Омельченко ; Государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Государственный университет Высшая школа экономики». – М.:, 2010. – 173 с.

Захист капіталу і підвищений коефіцієнт обходяться дорого емітенту, і ціна даних опцій буде залежати від явної волатильності, відсокових ставок, дивідендів. Адже значні зрушення відсоткових ставок або волатильності можуть відкрити нові цікаві можливості, в той же час, виключаючи інші. Внаслідок цінової ситуації, яка погіршується, з'являються інновації у вигляді спроби запропонувати цікаві нові продукти.

Поведінка інвесторів визначається їх смаками і вподобаннями. Часом вплив цього фактора може бути зовсім нераціональним, оскільки, наприклад, у США інвестори мають більше бажання інвестувати кошти в цінні папери, і тому попит на структуровані продукти там менше, ніж в Європі. Фактор оподаткування має важливе значення при виборі продукту, оскільки мова йде про дохід від продукту, який має оподатковуватися. Тому при виборі продукту інвестори приділяють увагу його прибутковості.

Проведений аналіз впливу факторів російським вченим В. Омельченком дав можливість з'ясувати вплив факторів на цінову поведінку роздрібних структурованих продуктів, зокрема він дійшов висновку[1]:

[1] *Омельченко В.В.* Оценка стоимости розничных структурированных финансовых продуктов : дис. ... к-та экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Владимир Владимирович Омельченко ; Государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Государственный университет Высшая школа экономики». – М.:, 2010. – – С.49.

1. Відсоткові ставки і час до погашення роблять значний вплив на боргову складову. Під час їхнього росту вартість продукту може падати, навіть не дивлячись на вбудований захист капіталу;

2. Більш високий коефіцієнт участі не завжди дозволяє «обіграти» динаміку базового активу через вплив інших факторів на вартість боргового та деривативного елементів;

3. Продукти з підвищеною прибутковістю більшою мірою схильні до впливу відсоткових ставок. Їх створення вигідно при низьких рівнях відсоткових ставок і є оптимальним на термін 1-2 роки;

4. Волатильність впливає на вартість продуктів тільки в короткостроковій перспективі;

5. Найбільш оптимальними по співвідношенню ризик – прибутковість являються парашутний сертифікат і захист капіталу з верхнім порогом. Вони надають одночасно і високий коефіцієнт участі та гарантію захисту капіталу.

Як і будь-який інструмент фондового ринку, роздрібні структуровані продукти містять у собі велику кількість ризиків, а, враховуючи складний характер даного фінансового інструменту, що поєднує в собі депозитну і деривативну складові, при оцінці ризику необхідно враховувати вплив найрізноманітніших чинників. Вплив різних показників на вартість структурованих продуктів може мати як позитивний, так і негативний ефект. Зміна ціни базового активу, відсоткових ставок, валютних курсів, економічної ситуації на макро- і мікрорівнях можуть призвести як до зростання, так і до падіння вартості продукту. Цей вплив актуально як для інвесторів, які купують продукт, так і для емітентів, його випускають.

Ключовою ознакою при пропозиції фінансових продуктів є загальний фінансовий стан у країні і в світі. В цьому контексті структуровані продукти не є винятком. Інвесторам необхідні інструменти, які змогли б зберегти їх кошти в умовах нестабільності та надати можливість отримати дохід у разі сприятливого розвитку подій. Всі фактори оцінюються інвестором та залежать, у свою чергу, від рівня відсоткових ставок у країні і в світі; динаміки валют; волатильності основних фондових індексів як основних індикаторів ринку, які можуть також стати базовими;· дивідендної прибутковості базового активу, і інше.

Припустимо, що в результаті аналізу, було виявлено попит інвесторів на продукт, прив'язаний до індексу S & P 500 із захистом капіталу, номінований в доларах США і з терміном обігу 10 років. Даний вибір пов'язаний з більш низькою волатильністю західних індексів порівняно з індексами ринків, що розвиваються, в той же час інвесторам цікавий повний захист капіталу в разі падіння значення індексу. Банк тоді приймає рішення випустити продукт у Швейцарії у зв'язку з привабливими економічними та законодавчими обставинами.

Найбільш поширеним у світі є випуск структурованих продуктів за допомогою Спеціалізованої Юридичної Особи (SPV)[1], далі (СЮО), яка бере на

[1] Special Purpose Vehicle.

себе всі ринкові ризики і є безпосереднім емітентом цінного паперу[1]. В світі існує велика кількість видів СЮО. Це в основному світові інвестиційні банки: JPMorgan (CRAVE – Custom Repackaged Asset Vehicle Trust), Barclays (ALTS – Asset Linked Trust Securities), Deutsche Bank (CROWNs, EARLs, etc.), ING (SNAP – Structured Note Asset Packages), UBS (SPARC – Special Purpose Asset Repackaging Company), і т.д. Вибір СЮО значною мірою залежить від законодавства країни, де передбачається поширювати продукти, і більшою мірою від уподобань емітента.

У нашому випадку, припустимо, що банк вдається до випуску структурованих продуктів через створення окремої юридичної особи, яка і буде емітентом. Сам інвестиційний банк буде виступати гарантом по випуску продукту. Після створення нової юридичної особи, емітент (СЮО) домовляється про дату випуску продукту і укладення угоди з деривативною фірмою / інвестиційним банком. Взаємовідносини інвестиційного банку та юридичної особи, що випускає продукти, буде регламентуватися загальною угодою.

Четвертий етап – це хеджування емітентом ризиків створеного продукту. Хеджування відіграє значну роль у створенні продукту, оскільки впливає на скорочення витрат і збільшення доходів емітента та інвестора. Безумовно, воно залежить від типу обраної структури, базового активу та деривативу. Після того як створено юридичну особу і визначена форма його взаємин з інвестиційним банком і деривативною фірмою, СЮО вступає в угоди з ними. Залежно від типу інструменту, який випускається, угоди можуть варіюватися. Сьогодні найбільш поширеною є схема з укладанням угоди «Своп з активами» (Asset Swap) між СЮО і деривативною фірмою, коли між ними відбувається обмін приросту індексом і ринковою відсотковою ставкою.

Що стосується окресленого прикладу, створений 10-річний продукт, прив’язаний до індексу S&P500, має вбудований опціон колл. Звісно, емітент не може купити даний інструмент на біржовому (позабіржовому) ринку, тому найбільш оптимальним варіантом для нього буде створення синтетичної позиції з допомогою купівлі ф’ючерсів на індекс в розмірі дельти, і постійної переоцінки такої позиції. Альтернативою може бути заключення угоди своп, проте для неї необхідно буде підібрати деривативну фірму, яка згодиться бути контрагентом. В цьому випадку така транзакція буде включати в себе комісію.

Підсумкова стадія створення продукту полягає у виборі вірних правил ціноутворення та підтримці ліквідності на вторинному ринку. У даному контексті під вторинним ринком мається на увазі покупка і продаж емітентом

[1] Використання спеціалізованого юридичної особи (СЮО) для створення нових структурованих нот пояснюється зручностями структури - в першу чергу це облік випущених паперів на балансі окремої юридичної особи та підтримання їм ліквідності на вторинному ринку (Авт.) СЮО входить до деривативних транзакцій з деривативною фірмою для забезпечення необхідних потоків по структурованого продукту. Для цього вона переводить контрагенту гарантійне забезпечення під угоду у вигляді грошових коштів або цінних паперів.(Зазвичай даними забезпеченням виступають кошти, отримані від інвестиційного банку, або кошти, отримані від емісії цінних паперів).

випущених структурованих продуктів після розміщення їх і до погашення. Оцінка надається дилером[1], від нього залежить, за якою він зможе купити продукт.

Основа ціноутворення полягає в розкладанні інструменту на складові і оцінці підсумкового продукту, виходячи з їх вартостей кожній із стадій за умови відсутності арбітражу. Ліквідність структурних продуктів набагато нижча за сумарні цінні папери. Дилер іноді є єдиною особою, здатною купити/продати цінний папір на відкритому ринку. Безумовно, він може користуватися своїм положенням і виставляти індикативні котирування, які можуть відрізнятися на 1-10% від теоретичної ціни продукту.

Значним просуванням у розвитку вторинного ринку структурованих фінансових продуктів є лістинг структурованих продуктів на біржі. Перші кроки в цьому напрямі здійснені Швейцарською Фондовою Біржою (SIX Swiss Exchange), яка спільно з німецькою біржею Deutsche Boerse організувала майданчик для торгівлі структурованими нотами під назвою SCOACH[2].

Ринок роздрібних структурованих продуктів отримав свій розвиток у результаті збільшеного попиту серед інвесторів на інструменти з наперед встановленими напрямками ризику по відношенню до динаміки фондового ринку. Найбільш ранні приклади таких продуктів з'явилися в Європі і Японії у зв'язку з бажанням інвесторів мати вбудовані опціони або форварди при купівлі базового активу. Самі інвестори не могли здійснювати подібні деривативні транзакції у зв'язку з регуляторними обмеженнями.[3]

Нині на ринку структурованих продуктів присутні чіткий перелік продуктів, пропонованих банками. Найбільш докладно його описала Швейцарська Асоціація структурованих продуктів [4] (далі Асоціація), створена у квітні 2006 року за участі п'яти банків ABN Amro, Credit Suisse, UBS, Vontobel and Zürcher Kantonalbank. Вона пропонує розділяти продукти за наступними категоріями:

- структури з фінансовим важелем[5] (Leverage products)*;*
- структури, що повторюють динаміку базового активу (Participation products);
- структури з підвищеною прибутковістю (Yield enhancement structures);
- структури із захистом капіталу (Principal protected structures).

Варто підкреслити, що при розробці методів оцінки вартості роздрібних структурованих продуктів були використані праці Р. Кноппа, С. Даса, Р. Ернандеса і П. Стоіменова. Роботи даних авторів є ключовими в галузі конструювання структурованих продуктів. Відмінною особливістю

---

[1] В якості дилера зазвичай виступає емітент, інвестиційний банк, або афілійовані ним особи

[2] SCOACH Exchange. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.scoach.ch/EN/Showpage.aspx?pageID=19

[3] *Das S.* Structured Products. Volume1: Exotic options, Interest Rates & Currency Volume 2: Equity, Commodity, Credit & New markets / S. Das. – New York: John Wiley & Sons, 2006. – P.310.

[4] *Шарп У.* Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли ; пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. – XII. – С. 724.

[5] *Шведов А.С.* Процентные финансовые инструменты: оценка и хеджирование / А.С. Шведов. – М.: ГУ ВШЭ, 2001. – С.75.

пропонованих авторами технологій ціноутворення продуктів є фокусування на побудову системи оцінки вартості найбільш поширених у світі продуктів, а також облік кредитного ризику емітента при визначенні ціни продукту. На основі їх досліджень необхідно виділити ключові параметри, які беруть участь у створенні структурованих продуктів (табл. 4.7).

Таблиця 4.7

Основні параметри, які беруть участь у визначенні вартості структурованих фінансових продуктів

Назва параметру	Економічний зміст
Коефіцієнт участі (performance factor, PF)	це показник, що характеризує залученість інвестованих коштів у динаміку цін базового активу. Він схожий з показником фінансового важеля
Ціна виконання продукту (strike)	ціна базового активу, при досягненні якої в силу вступають задані заздалегідь умови (для простоти використання цей показник іменується страйком)
Верхній поріг (cap)- (максимальне значення дохідності продукту)	структури з верхнім порогом або частковою участю (capped or variable protection structures) ефективно варіюють або обмежують дохід інвестора пороговим значенням
Дохід, співставний з прямим інвестуванням	розраховується як різниця між ціною базового активу на дату погашення і страйком
Ефект усмішки волатильності	схема поведінки опціонів, коли опціони «при грошах» мають більш високу волатильність, ніж опціони «поза грошима». Розрізняється залежно від типів базових активів та ймовірності значних стрибків

Джерело: побудовано автором

Дохід інвестора за структурованим продуктом залежить тільки від зміни ціни і не включає в себе дивіденди, навіть якщо і здійснюються дивідендні виплати за базовим активом [1].

Для створення структурованих продуктів у світі застосовується велика різноманітність похідних фінансових інструментів, таких як опціони, ф'ючерси, форварди, свопи і т.д. Вони, відповідно, і формують вартість продуктів.

Питання процесу ціноутворення в нашому дослідженні будуть засновані на розкладанні продуктів на більш прості складові: борговий інструмент і деривативна транзакція. Для визначення вартості складових похідних елементів використовуються як правило методи визначення простих похідних інструментів. Боргова складова визначається як вартість дисконтної облігації і дорівнює X^{e-rT}. Вартість простих європейських опціонів колл і пут визначається за допомогою формули Блека-Шоулза. Таким чином, вартість опціону колл буде визначатися:

$$C(S_o, X, r, q, T) = S_o e^{-qT} N(d_1) - X^{e-rT} N(d_2) \quad (4.8)$$

Вартість опціону пут:

$$P(S_o, X, r, q, T) = X^{e-rT} N(-d_2) - S_o e^{-qT} N(-d_1), \quad (4.9)$$

де r – безризикова ставка;

q – дивідендна дохідність;

[1] Дивіденди грають дуже високу роль у доходах емітентів. Як показує вивчення Rodrigo Javier Hernandez, дивідендна прибутковість базових активів, до яких прив'язані переважаючі сертифікати, вище середньоринкової і становить основну частину доходу емітента

T – строк обороту опціона;
S_0 – спот курс базового активу;
X – ціна виконання опціону;
σ – стандартне відхилення ціни базового активу;

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{x}\right)+(r-q+\frac{1}{2}G^2)T}{G\sqrt{T}} \quad (4.10)$$

$$d_{2=} d_1 - \sigma\sqrt{T} \quad (4.11)$$

Узагальнюючи дослідження зарубіжних учених[1] та використовуючи алгоритмічний підхід до дослідження методів оцінки вартості структурованих продуктів А.С. Шведова[2] та В.В. Омельченка[3], нами систематизовані методики оцінювання вартості структурованих продуктів у взаємозв'язку з основними найбільш вживаними у світовій практиці продуктами (табл. 4.8).

Таблиця 4.8

Методики оцінки вартості структурованих продуктів за їх групуванням

Назва структурованого продукту	**Структура продукту за транзакціями**	**Методика визначення ціни**
1	2	3
Група продуктів, які повторюються		
Переважаючий сертифікат (Outperformance certificate)	-Купівля базового активу за ціною X (її можна замінити покупкою форварда і розміщенням депозиту під відсоткову ставку); -Купівля опціону колл на базовий актив зі страйком X і періодом звернення T в кількості (PF-1)	$V_{OC}= X+(PF-1)*$ $*C(S_{O1}X_1r_1q_1T)$, X – ціна виконання; PF – коефіцієнт участі; $C(S_{O1}X_1r_1q_1T)$ – вартість простого опціону колл
Бонусний сертифікат (Bonus certificate)	-Купівля дисконтної облігації з номіналом X і періодом T; -Купівля опціону колл на базовий актив зі страйком X і періодом звернення T в кількості PF; -Продаж бар'єрного опціону пут "down-and-in" (P_{DI}) зі страйком X і бар'єром H	$V_{BC}= Xe^{-rft}+ PF*$ $*C(S_{O1}X_1r_1q_1T)-$ $-P_{DI}(S_{O1}X_1r_1q_1TH)$; X – ціна виконання; PF – коефіцієнт участі; $C(S_{O1}X_1r_1q_1T)$ – вартість простого опціону колл; $P_{DI}(S_{O1}X_1r_1q_1TH)$ – вартість бар'єрного опціону ПУТ

[1] *Kat H.M.* Structured equity derivatives: the definitive guide to exotic options and structured notes / *H.M. Kat //* John Wiley & Sons Ltd. – 2001. – P. 238–254; *Knop R.* Structured Products : A Complete Toolkit to Face Changing Financial Markets / R. Knop. – New York: John Wiley & Sons, 2002. – 202 p.; *Das S.* Structured products and hybrid securities / S. Das. – New York: John Wiley & Sons, 2001. – 850 p.; *Das S.* Structured Products. Volume1: Exotic options, Interest Rates & Currency Volume 2: Equity, Commodity, Credit & New markets / S. Das. – New York: John Wiley & Sons, 2006. – 540 p.; Dubofsk Y. Derivatives: valuation and risk management. / Y. Dubofsk, A. David, Miller, Jr. Thomas – Oxford University Press, 2003. – 370 p.

[2] *Шведов А.С.* Процентные финансовые инструменты: оценка и хеджирование / А.С. Шведов. – М.: ГУ ВШЭ, 2001. – 152 с.

[3] *Омельченко В.В.* Оценка стоимости розничных структурированных финансовых продуктов : дис. ... к-та экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Владимир Владимирович Омельченко ; Государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Государственный университет Высшая школа экономики». – М.:, 2010. – 173 с.

Продовження таблиці 4.8

1	2	3
Сертифікат подвійного виграшу (Twin-win certificate)	-Купівля дисконтної облігації з номіналом X і періодом T; -Купівля опціону колл на базовий актив зі страйком X і періодом звернення T в кількості PF; -Продаж одного опціону пут на базовий актив зі страйком X і періодом обертання T; -Купівля двох опціонів пут "down-and-out" (P_{DO}) зі страйком X і бар'єром H	$V_{TWC}= Xe^{-rft}+ PF*$ $*C(S_{O1}X_1r_1q_1T)$- $-P\ (S_{O1}X_1r_1q_1T)*$ $*P_{DO}(S_{O1}X_1r_1q_1TH)$
Парашутний сертифікат (Airbag certificate)	-Купівля дисконтної облігації з номіналом 1 X і періодом T; -Купівля опціону колл на базовий актив зі страйком X_1 і періодом звернення T в кількості PF_1; -Продаж опціону пут на базовий актив зі страйком X_2[1] і періодом звернення T в кількості PF_2. Зазвичай $PF_2 = X_2 / X_1$	$V_{AC}=Xe^{-rft}+ PF_1*$ $*C(S_{O1}X_1r_1q_1T)$- $- PF_2* P\ (S_{O1}X_2r_1q_1T)$; $P\ (S_{O1}X_1r_1q_1T)$ – вартість простого опціону ПУТ
Група продуктів з підвищеною дохідністю[2]		
Обернено конвертовані ноти (Reverse convertibles)	-Купівля дисконтної облігації з номіналом X і періодом T; -Продаж опціону пут на базовий актив зі страйком X і періодом T[3]; -Купівля Дисконтної облігації з номіналом, рівним купонним платежам C	$V_{RC}=Xe^{-rfT}- PF*$ $* P\ (S_{O1}X_1r_1q_1T)+\sum C*e^{-rft}$; $\sum C$- сума очікуваних по купону платежів
Дисконтні сертифікати (Discount certificates)	Структура дисконтного сертифікату аналогічна структурі назад конвертованій ноти, за тим винятком, що у разі дисконтного сертифіката фіксованим доходом виступає знижка між ціною випуску і ринковою ціною	$V_{DC}= Xe^{-rfT}- PF*$ $* P\ (S_{O1}X_1r_1q_1T)$
Обрернено конвертовані ноти з бар'єром (Barrier Reverse Convertibles)	Купівля дисконтної облігації з номіналом X і періодом T; Продаж бар'єрного опціону пут "down and in" (P_{DI}) на базовий актив зі страйком X, бар'єром H і періодом обертання T; Купівля Дисконтної облігації з номіналом, рівним купони платежах C	$V_{DCB}=Xe^{-rfT}-$ $- P_{DI}(S_{O1}X_1r_1q_1TH)+$ $+\sum C*e^{-rt}$; $P_{DI}(S_{O1}X_1r_1q_1\text{TH})$ – вартість бар'єрного опціону ПУТ $\sum C$- сума очікуваних по купону платежів

[1] Страйк X_1 *повинен бути менше* страйку *X*.

[2] Дані продукти мають купонний дохід, що перевищує ринкові ставки, і призначені для інвесторів, що віддають перевагу фіксовану прибутковість (переважно інституційних) (Авт)

[3] Опціон пут на базовий актив зазвичай підбирається зі страйком ~ 90-95% від поточної ринкової ціни. .Це здійснюється для того, щоб інвестор міг придбати базовий актив за ціною, нижче ринкових на момент покупки ноти.(Авт)

Продовження таблиці 4.8

1	2	3
Група продуктів із захистом капіталу[1]		
Захист капіталу без верхнього порогу (Uncapped Capital Protection)·	-Купівля дисконтної облігації з номіналом X і періодом T; -Купівля опціону колл на базовий актив зі страйком X і періодом обертання T в кількості PF	$V_{CP}=Xe^{-rft}+PF*$ $*C_1\ (S_{O1}X_1r_1q_1T)$- $-\ PF*C_2\ (S_{O1}X_1r_1q_1T)$;
·Захист капіталу з купонними виплатами (Capital Protection products with Coupon)	-Купівля дисконтної облігації з номіналом X і періодом обертання T. Відсоткова ставка повинна перевищувати ринкову через високу вартість опціону «сходи»[2]; · Купівля опціону «сходи» з початковим страйком X	$V_{LB}=Xe^{-rft}+C_{LADDER}*$ $*(S_{O1}X_1r_1q_1THrebate)$; C_{LADDER} – вартість опціону «Сходи»
Захист капіталу з бар'єром (Capital Protection with Knock-out).	-Купівля дисконтної облігації з номіналом X і періодом T; -Купівля опціону колл «up and out» (C_{UO}) на базовий актив зі страйком X, бар'єром H і періодом обертання T в кількості PF	$V_{CPB}=Xe^{-rft}+PF*C_{UD}*$ $*(S_{O1}X_1r_1q_1THrebate)$; X – ціна виконання; PF – коефіцієнт участі; $C_{UD}(S_{O1}X_1r_1q_1THrebate)$ – ціна бар'єрного опціону ПУТ

Джерело: складено на основі: *Омельченко В.В.* Оценка стоимости розничных структурированных финансовых продуктов : дис.... к-та экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Владимир Владимирович Омельченко ; Государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Государственный университет Высшая школа экономики». – М.:, 2010. – 173 с.

Дані методики для визначення вартості структурованих фінансових продуктів є ключовими для створення інструментів із більш складнішими схемами виплат. Для їх конструювання застосовуються більш складні стратегії з використанням екзотичних деривативів та опціонних стратегій. Використання складних схем пояснюється зростаючими потребами інвесторів, а також прагненням емітентів знизити витрати на виробництво товарів та підвищити їх інвестиційну привабливість продуктів.

Таким чином, справедливе ціноутворення роздрібних структурованих продуктів украй необхідно для ефективного функціонування фінансового ринку. Ключовими факторами, що визначають вартість роздрібного структурованого інструменту, є його дериватив на та боргова складова. На основі формул визначення вартості даних елементів представлені підходи до оцінки вартості найбільш поширених у світі роздрібних продуктів. Не варто також забувати і про те, що на вартість продукту при його випуску впливають такі показники, як рейтинг емітента, його фінансовий стан, країна випуску та

[1] Продукти із захистом капіталу створюються для інвесторів, які, як правило, не бажають ризикувати

[2] Опціон «сходи» є комбінацією покупки опціону колл зі страйку X_i продажами опціонів колл "up and out" зі страйками X_1 X_2 ... Xn і бар'єрами H_1 H_2 ... Hn. Кількість опціонів n відповідає кількістю ступенів.

макроекономічні показники. Необхідно враховувати їх при виборі того чи іншого фінансового продукту. Розвиток ринку неможливий без постійного оновлення пропонованих продуктів. Тому вкрай важливо усвідомлювати, які механізми можуть бути використані для зниження витрат і створення більш цікавих форм виплат, і як вони можуть вплинути на вартість структурованих фінансових продуктів.

РЕЗЮМЕ

Сучасний етап розвитку ринку цінних паперів характеризується не тільки активними процесами глобалізації, але і генеруванням великої кількості складних фінансових інструментів. Якщо розглядати їх як інноваційне джерело трансферу фінансових ресурсів, то теоретично у виникненні нових фінансових інструментів немає нічого поганого. Однак їх безконтрольний обіг призводить до виникнення ряду диспропорцій не тільки у фінансовому секторі, але й в економіці в цілому. Тому регулювання їх обігу є одним із актуальних завдань у сучасних умовах господарювання.

Одним із найпроблемніших аспектів регулювання обігу складних похідних складних фінансових інструментів є визначення їх ціни. Зазвичай метою купівлі похідного фінансового інструменту є не отримання базового активу, а хеджування цінового чи валютного ризику в часі або отримання спекулятивного прибутку від зміни ціни базового активу. Відмінна риса деривативів полягає в тому, що вони не пов'язані з кількістю базового активу, що обертається на ринку. Такий розрив між реальним активом та фінансовим інструментом якраз і є основою ризику формування диспропорцій на фінансовому ринку та джерелом розвитку криз.

Як свідчить світовий досвід, ринок деривативів є одним із найбільш швидко зростаючих, тому Україна може повною мірою скористатися світовими тенденціями для розвитку локального ринку похідних фінансових інструментів. Перспективи подальшого розвитку похідних фінансових інструментів в Україні та ціноутворення на них, на наш погляд, залежать як від розвитку організованого ринку базових активів та вдосконалення ціноутворення на них, що потребує подальшого удосконалення нормативно-правового забезпечення функціонування ринку цінних паперів.

Процес ціноутворення на опціон є суперечливим і складним. У процесі ціноутворення опціону беруть участь продавець (тейкер) та покупець (грантор). Ціною опціону є премія. Реалізується опціон через договір (контракт). В основу ціноутворення опціону покладена економіко-правова структурна характеристика опціону. Зважаючи на специфіку розвитку не тільки українського ринку цінних паперів, але й економіки в цілому, застосування зарубіжних моделей опціонного ціноутворення не завжди є коректним. Тому існує нагальна потреба у ґрунтовних дослідженнях тенденцій опціонного ціноутворення саме на ринку цінних паперів та розробка адаптованих моделей ціноутворення.

Справедливе ціноутворення роздрібних структурованих продуктів украй необхідно для ефективного функціонування фінансового ринку цілому та ринку

цінних паперів зокрема. Ключовими факторами, що визначають вартість роздрібного структурованого інструменту, є його дериватив та боргова складова. У світі існує багато формульних підходів до визначення ціни роздрібного структурованого інструменту, однак зазначені підходи не повною мірою відображають специфіку українського ринку цінних паперів. Вони повинні бути взяті за основу, а поступово на основі дослідження результатів угод купівлі-продажу структурованих фінансових інструментів на українському ринку цінних паперів базові формульні підходи мають бути уточнені.

ВИСНОВКИ

Нові умови функціонування глобальних фінансових ринків призвели до потужного інноваційного прориву у розвитку теорії та практики ціноутворення на фінансові інструменти. Ці фінансові інновації стосуються як впровадження інноваційних фінансових продуктів, так і реалізації цінових ініціатив з урахуванням страхування ризиків. Особливості формування цін у національних економіках країн пов’язані, перш за все з функціонуванням сучасного ринкового середовища, яке включає два основні сегменти: споживчий та фінансови ринки. При цьому ці сегменти взаємопов’язані між собою, характер і тіснота взаємозв’язку має враховуватися при розробці та розвитку методології ціноутворення на фінансові інструменти.

Ступінь інтеграції ринків цінних паперів багато в чому обумовлюється рівнем розвитку національних економік та фінансових систем, ефективністю нормотворення та ступенем прозорості процесів ціноутворення на фінансові продукти. Крім цього, іноватизація та інформатизація економіки, поглиблення господарських зв'язків, у тому числі, як результат глобалізації, призводять до виникнення нових структурованих фінансових продуктів на фінансовому ринку, які посилюють ризики, формують протиріччя між агентами в умовах асиметрії інформації. Їх синтез та інші причини призводять до поширення спекулятивних операцій на ринку цінних паперів, що є однією з ключових причин формування цінових дисбалансів.

Цінові дисбаланси є однією з причин розвитку фінансових криз, які в останні десятиліття набули глобального характеру. Негативний вплив світових кризових процесів у багатьох країнах відзначився падінням обсягів національного виробництва, скороченням інвестиційного та споживчого попиту, що поглибило фінансові диспропорції та істотно погіршило стан фінансових систем держав, у тому числі і України. Це підтверджує тезу про те, що для ринків цінних паперів на даному етапі розвитку є актуальною модель «капіталізації хронічних диспропорцій». Основне її протиріччя полягає в тому, що ринок, природно, в періоди загальносвітового інвестиційного буму високо оцінює перспективи національної економіки, а «інституційна експертиза» дає вкрай негативні оцінки. Така модель значною мірою носить спекулятивний характер, оскільки вона не пов'язана із вкладенням значного капіталу у виробництво і можлива лише в умовах припливу коштів на ринки, що розвиваються, а також збільшення виручки компаній за рахунок підвищення цін на їх продукцію і перерозподілу активів.

Саме така ситуація характеризує ринок цінних паперів України. Нагромаджені впродовж тривалого періоду структурні та фінансові диспропорції внутрішнього ринку України зумовили його вразливість та залежність від світової ринкової кон’юнктури і зовнішніх фінансових ресурсів. Дається взнаки відсутність сучасної несуперечливої концепції забезпечення цінових механізмів розвитку внутрішнього ринку, скерованої на подолання

внутрішніх і зовнішніх дисбалансів. Крім цього, спекулятивне зростання ринку приховує реальні проблеми і диспропорції економіки. Оскільки механізми ціноутворення на ринку цінних паперів є «кровоносною системою» постачання «економічного організму» країни, то ефективні механізми ціноутворення на ринку цінних паперів є однією з передумов відновлення рівноваги між фінансовим та реальним секторами економіки.

На фінансовому ринку діє система цін, яка поділяється на ціни внутрішнього (національного) ринку та ціни зовнішнього (світового) ринку, а також на трансфертні (внутрішньо фірмові ціни). Крім цього на фінансових ринках ціни можливо класифікувати за характерними ознаками фінансових продуктів, що дає можливість забезпечити комплексний підхід до ціноутворення на такому окремому сегменті ринку як ринок цінних паперів.

Ринок цінних паперів є структурованим ринком за ознакою ціноутворення на фінансові інструменти: за рівнями ціноутворення – первинний, вторинний; за організацією ціноутворення – біржовий та позабіржовий. На таких ринках процеси ціноутворення взаємопов’язані та реалізуються через механізми IPO – і SEO-ціноутворення, які мають як спільні, так і відмінні риси. Ціноутворення на ринку цінних паперів є процесом багатоаспектним, інтегральним і високотехнологічним. Теоретичні основи походження цін пов’язані з класичними та маркетинговими підходами до її визначення та теоріями, покладеними в основу функціонування, розвитку і прогнозування фінансового ринку, які дозволяють забезпечити індивідуальний підхід до ціноутворення на окремих сегментах ринку, не порушуючи, при цьому, цілісного системного підходу до ціноутворення як економічного процесу.

Необхідною умовою забезпечення ціноутворення на ринку цінних паперів є наявність емітентів, які зацікавлені в мобілізації вільних коштів; інвесторів, що мають вільні кошти і бажають їх розмістити; посередників, що забезпечують обмін зобов’язань (цінних паперів) емітентів на грошові кошти інвесторів та інфраструктурних учасників, які забезпечують процес ціноутворення. Зокрема, вони забезпечують укладання угод (фондова біржа, позабіржові організатори торгівлі); виконання угод (депозитарії, клірингові організації, регістратори); реєстрацію і зберігання цінних паперів; регулювання ціноутворення на законодавчому, державному та громадському рівні і забезпечують інформацією учасників ціноутворення.

Взаємодія учасників фінансового ринку та ринку цінних паперів відбувається через механізм опосередкованого фінансування, який функціонує завдяки інституційній структурі фінансового ринку. Складові інституційної структури – фінансові інститути, які здійснюють інституціоналізовані функції в межах ринкового середовища, тобто структурують і упорядковують взаємодії економічних агентів і в такий спосіб сприяють їх ринковій координації. Саме інституціональна структура фінансового ринку стає єдиним потужним джерелом інвестиційних ресурсів, забезпечуючи ефективне акумулювання коштів та забезпечує задоволення інвестиційного попиту економічних агентів на ресурси як короткострокового, так і довгострокового характеру.

У рамках інфраструктурної складової окреслюються її основні підсистеми, без яких процеси ціноутворення на ринку цінних паперів не можуть бути регульованими та ефективними:

- торгова система як сукупність елементів інфраструктури, в яку входять біржі і інші організатори торгівлі, які забезпечують купівлю-продаж фінансових активів;

- розрахункова система як сукупність елементів інфраструктури, в яку входять банки і небанківські кредитні і клірингові організації, які забезпечують клірингові угоди з фінансовими інструментами, ведення грошових рахунків учасників торгівлі фінансовими інструментами і їх клієнтів і здійснення розрахунків за результатами;

- облікова система як сукупність елементів інфраструктури, яка включає реєстраторів і депозитаріїв, які забезпечують фіксацію і облік переходу прав власності на фінансові інструменти в результаті їх обігу.

Методологічну основу механізму ціноутворення формують фактори, інструменти та важелі впливу. Одним з ключових факторів ціноутворення на ринку цінних паперів є ризик. Фінансові ризики тісно пов’язані з операціями купівлі – продажу простих і структурованих фінансових продуктів. Плата за ризик є складовою процесів ціноутворення на фінансовому ринку. Фінансові ризики з точки зору фінансової математики оцінюються, вимірюються, а з точки зору ризик-менеджменту потребують якісного управління для попередження втрат чи отримання надприбутків від продажу фінансових активів. Методологічний апарат оцінювання ризиків пов'язаний із застосуванням групи економіко-математичних моделей для оцінки фінансових ризиків, управління ризиками і методів хеджування ризиками.

Сучасна специфіка ціноутворення на фінансових ринках у цілому та ринку цінних паперів зокрема ускладнює вихід ринку цінних паперів із спекулятивного колапсу. Присутність нестандартних цінових процедур на ринку цінних паперів та спекулятивних потоків призводить до появи можливостей цінових маніпулювань з метою збагачення окремих учасників процесу ціноутворення, незалежно від їх вкладу. В кінцевому рахунку це призводить до генерації незабезпечених грошей, порушення торговельного балансу і прискорення інфляції.

Структура ринку цінних паперів в Україні сформована лише формально. Значна частина операцій з цінними паперами здійснюється поза межами ринку цінних паперів. За всю історію українського фондового ринку обсяг організованого ринку ніколи не перевищував 10%. Позабіржовий ринок непрозорий, неліквідний і не виконує функцію встановлення справедливих цін. Результати аналізу стану та динаміки фондового ринку на сучасному етапі свідчить про те, що в Україні сформувався спекулятивний фондовий ринок, який перебуває у сильній залежності від іноземного капіталу та зовнішньоекономічної динаміки. Характерними його рисами є висока концентрація власності, незначна участь населення в інвестуванні у фінансові активи. Посилюються спекуляції нерезидентів, які є особливо небезпечними при переході від політики фіксованого (або квазіфіксованого) валютного курсу

до лібералізованого плаваючого через можливість одержання додаткової "валютної премії".

Ажіотаж спекуляцій в Україні на підвищенні цін нині досяг кульмінаційної межі і переходить у паніку. Таким чином, у 2015 р. маємо стан початку нової фінансової кризи в Україні на фоні швидкого переходу від зростання ринку до 2013 року і різкого падіння у 2014 році. Це підтверджує тезу, що кураж фінансових спекуляцій передує фінансовим кризам. Але спекуляції ніяким чином не є причиною криз.

Для всіх категорій інвесторів певною мірою фіксується наявність ірраціональної поведінки, схильність впливу зовнішніх факторів, евристик і систематичних ментальних помилок. Таким чином, поведінковий фактор (теорія поведінкових фінансів) вказує на наявність аномалій на українському ринку цінних паперів. А саме:

- зростання українського фінансового ринку у посткризові періоди (2000-2007рр, 2009-2013 рр.) багато в чому було спекулятивним, що не відповідає економічному зростанню та розвитку;
- висока частка великих і контрольних пакетів акцій і низький free-float роблять український ринок цінних паперів неліквідним і нестійким;
- слабка інформаційна прозорість фінансового ринку в цілому та ринку цінних паперів зокрема на фоні достатньо розвинених інформаційних систем і технологій;
- низька частка залученого в інвестиційний процес населення призводить до низького рівня «проникнення» фондового ринку;
- невдалий досвід «народних» IPO, який залучив на фондовий ринок масового інвестора, здатний також негативно позначитися на подальшій популяризації інвестування у фінансові інструменти;
- рівень розвитку українського фондового ринку відповідає рівню, що розвивається, а на сучасному етапі (2015 рік) перебуває на стадії «зламу»;
- обсяги біржових контрактів динамічно зростають, при цьому їх частка у світових залишається незначною;
- позабіржовий ринок нестійкий, непрозорий, не достатньо регульований і мало ліквідний;
- дивідендна політика компаній непередбачувана, а прибутковість акцій не є важливим критерієм прийняття інвестиційних рішень;
- розвиток біржових інструментів є нерівномірним: окремі сектори ростуть швидко, безпідставно і безконтрольно (це підвищує спекулятивний настрій, схильність маніпуляціям і ймовірність настання «ефекту доміно»), інших не існує взагалі.

Для сучасної України парадигма ціноутворення на ринку цінних паперів не може обмежуватися лише встановленням цін на окремі фінансові інструменти чи послуги. Повинен бути знайдений комплексний підхід з урахуванням особливостей функціонування сегментів фінансового ринку, на яких продаються (купуються) фінансові інструменти чи послуги та які функціонують в умовах впливу факторів, у тому числі й непередбачуваних.

В українських умовах стратегічну мету слід визначити як формування ефективної системи формування і забезпечення ціноутворення на фінансовому ринку та ринку цінних паперів, яка може служити ефективним механізмом залучення та перерозподілу капіталу у вітчизняній економіці, стимулювати внутрішню інвестиційну активність і зміцнювати позиції країни на світовому ринку. Крім цього, фінансовий ринок повинен бути максимально відкритий для масового інвестора з прозорими механізмами ціноутворення та затребуваний як засіб залучення коштів. Причому найвищий пріоритет повинен бути наданий інтересам внутрішніх учасників ринку, саме під їх потреби повинні бути сформовані ринкові механізми ціноутворення.

Процес формування ціни повинен бути ранжований за етапами для ефективного прийняття рішень у ціновій політиці суб’єктів ринку цінних паперів. Проте кінцевою метою оптимізації ціноутворення на фінансовому ринку є все ж не максимальне скорочення внутрішніх витрат (для цього було б достатньо гранично спростити систему, з'єднавши продавця фінансових товарів з покупцем безпосередньо). Мета полягає у скороченні очікуваних витрат на досягнення бажаних цілей продавцями і споживачами. Витрати суттєво знижуються у випадку використання синергії елементів ціноутворення. Логістична синергія дозволяє використовувати ефект взаємного посилення позитивного ефекту від зв'язку різних елементів системи один з одним. Ефективність логістичної системи доцільно оцінювати за допомогою системи показників, що характеризують виконання основних функцій, пов'язаних з обслуговуванням продавців та покупців при заданому рівні логістичних витрат.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. *Алехин Б.* Рынок ценных бумаг / Б. Алехин // Народный депутат. – 1990. – №3. – С. 29–34.

2. *Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции / Б.И. Алехин. – Самара : Самвеп, 1992. – 160 с.

3. *Алєксєєнко Л.М.* Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку : монографія / Л.М.Алєксєєнко. – Тернопіль : Економічна думка, 2004. – 424 с.

4. Аналіз роботи уряду Яценюка в 2014 році. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://opposition.org.ua/uk/news/analiz-roboti-uryadu-yacenyuka-v-2014-roci.html. – Назва з титул. екрану.

5. *Андерсон К.* Переосмысление экономики в изменившимся мире / К. Андерсон // Финансы и развитие. – 2011. – №6.5. – С. 50-52.

6. *Архиереев С.* Институциональные интеракции, как основа сетевых взаимодействий и проблемы пост трансформационной рыночной экономики / С. Архиереев // Журнал институциональных исследований. – 2012. – Т.4. – №1. – С. 9–24.

7. *Архієреєв С. І.* Трансакційні витрати в умовах ринкової трансформації: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра ек. наук : спец. 08.01.01 «Економічна теорія» / С. Архієреєв ; ХНУ. –Х., 2002. – 34 с.

8. *Баздникин А.С.* Цены и ценообразование : учебник и практикум для академического бакалавра / А.С. Баздникин. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Издательство Юрайт ; ИД Юрайт, 2014. – 370 с.

9. *Базилевич В.Д.* Метафізика економіки : монографія / В.Д. Базилевич, В.В. Ільїн. – К. : Знання, 2007. – 718 с.

10. *Базилевич В.Д.* Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах / В.Д.Базилевич // Фінанси України. – 2009. – №12. – С.5–14.

11. *Базилевич В.Д.* Формування фондового ринку у трансформаційній економіці / В. Д. Базилевич // Порівняльний аналіз деяких економічних проблем КНР та України у перехідний період. – Ухань : Вид. Ун-ту економ. і права Зонган, 1999. – С. 18–23.

12. *Базилюк Я.* Світові економічні процеси спонукають Україну розвивати свій внутрішній ринок / Я. Базилюк. – [Електронний ресурс] – Режим доступу : http://www.uspp.org.ua/interview/20.svitovi-ekonomichni-procesi-sponukayut-ukrainu-rozvivati-sviy-vnutrishniy-rinok.htm&print.

13. *Баирова Н. И.* Финансовые посредники в трансформации сбережений населения в инвестиционный капитал : дис.... канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Наталья Ивановна Баировна ; ГОУВПО «Волгоградский государственный университет». – Волгоград, 2006. – 174 с.

14. *Байдіна О.С.* Фінансові ризики:природа і взаємозв'язок» / О.С. Байдіна, Є.В. Байдін. – 2010. – №7. – С.29–32.

15. Банковское дело : учебник / Финансовая академия при правительстве Российской Федерации ; под.. ред. О.И. Лаврушин. – 4-е стер. изд. – М. : КНО-РУС, 2006. – 768 с.

16. *Барановський О.І.* Актуальні проблеми функціонування валютних ринків / О.І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – №4. – С.13–32.

17. *Белінська Я.В.* Валютно-курсове регулювання: проблеми теорії і практики: монографія / Я.В. Белінська. – К.: 2007. – 372 с.

18. *Белоглазова Г.Н.* Деньги. Кредит. Банки: учебник / Г.Н. Белоглазова. – М. : Высшее образование, 2009. – 392 с.

19. *Бердникова* Т.Б. Оценка ценных бумаг : учеб. пособ. / Т.Б.Бердникова – М. : ЦИФРА-М., 2003. – 144 с.

20. *Блауг М.* Економічна теорія в ретроспективі / Пер. з англ. І. Дзюб. – К.: Вид–во Соломії Павличко «Основи», 2001. – 670 с.

21. *Брегеда О.* Послуги як продукт банківської діяльності / О. Брегеда // Банківська справа. – 2003. – №6. – С. 73–79.

22. *Береславська О.І.* Валютна політика України: теорія та практика: монографія / О.І.Береславська. – Ірпінь: 2010. – 329 с.

23. *Бертон М.* Гипотеза эффективного рынка // Экономическая теория / Мэлкиел Бертон ; под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгрейта, П. Ньюмена : пер. с англ. / науч. ред. чл.-кор. РАН В. С. Автономов. – М. : ИНФРА–М, 2004. – XII. – 480 с.

24. Біржовий ринок: проблеми функціонування та тенденції інноваційного розвитку: [монографія / за заг. ред. М.О. Солодкий та ін.]. – К.: КОМПРИНТ, 2013. – 215 с.

25. *Биушкин А.В.* Роль трансакционных издержек в процессе совершения сделок/ А. В. Биушкин // Вестн. Челяб. гос. ун-та. – 2006. – № 1. – С. 189–193.

26. *Бланк И.А.* Финансовый менеджмент: учеб. курс / И. А. Бланк. – Киев : Эльга : Ника-центр, 2002. – 528 с.

27. *Блауг М. Стиглиц, Джозеф Э.* // 100 великих экономистов после Кейнса = Great Economists since Keynes: An introduction to the lives & works of one hundred great economists of the past. — СПб.: Экономикус, 2009. — С. 286-288. — 384 с. — (Библиотека «Экономической школы», вып. 42).

28. *Богуцкая О.А.* Подходы к определению и классификации финансового посредничества / О.А. Богуцкая // Вісник Донецького університету економіки та права. Сер.: економіка та управління: зб. наук. пр. – Донецьк: ДонУЕП, 2009. – № 1. – С. 58–65.

29. Большой экономический словарь / под ред. А.Н. Азрилияна. – М.: Институт новой экономики, 2007. – 1472 с.

30. *Буднік М.* Фінансовий ринок : навч. пос. / М.М.Буднік, Л.С. Мартюшева, Н.В. Сабліна. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 334 с.

31. *Буй Т. В.* Реальний валютний курс та фактори його стабільності: дис... канд. екон. наук: 08.04.01 «фінанси, грошовий обіг і кредит» / Ву Тхе Буй ; НАН України; Інститут економічного прогнозування. – К.: 2004. – 242 с.

32. *Булеев И. П.* Управление трансакционными издержками в переходной экономике : монография / Иван Петрович Булеев; НАН Украины. Ин-т экономики пром-сти. – Донецк, 2002. – 153 с.

33. *Бурденко І.М.* Основні етапи розвитку світового ринку похідних фінансових інструментів / І. М. Бурденко // Економічній форум / Луцький національний технічний університет ; ред. д.е.н., проф. Герасимчук З. В. – Луцьк, 2012. – № 1 – С. 277–285.

34. *Вайн С.А.* Методы принятия инвестиционных решений на финансовых рынках : дис.... канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Саймон Александер Вайн ; ГОУВПО «Академия народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации». – М., 2006.– 178 с.

35. *Вайн С.* Личностные факторы в оценке риска: теория и практика / С. Вайн // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №5. – С. 46–52.

36. *Вальрас Л.* Элементы чистой политической экономии или теория общественного богатства / Л. Вильрас. – М. : Изограф, 2000. – 448 с.

37. *Василик О.Д.* Теорія фінансів : навч. посібник / заг. ред. О.Д. Василик. – К. : Центр навч. літ., 2005. – 480 с.

38. *Васин С.М.* Управление рисками на предприятии : Учеб.пособие / С.М. Васин, В. С. Шутов. – М. : КноРус, 2010. – 298 с.

39. *Васильев В.А.* Математические модели оценки и управления финансовыми рисками : дис.... канд. экон. наук : 08.00.13 «Математические и инструментальные методы экономики» / Вячеслав Александрович Васильев ; ГОУ ВПО «Ижевский государственный технический университет». – Ижевск, 2004 – 128 с.

40. *Васильєв В.А.* Математические модели оценки и управления финансовыми рисками хозяйствующих субъектов / В.А. Васильєв, А.В. Летчиков, В.Е. Лялин // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №4. – С. 200–237.

41. *Васильченко І.* Теоретичні підходи до моделювання вартості опціонів / І. Васильченко // Банківська справа. – 2011. – № 2. – С. 44–50.

42. *Вафина Н. Х.* Трансфертное ценообразование: зарубежный опит / Н.Х. Вафина // Финансы и кредит. – 2003. – № 9. – С. 30–36.

43. *Вербіцька І.І.* Хеджування валютних ризиків / І. Вербіцька// Сталий розвиток економіки. – 2013. – №4. – С. 374-380.

44. *Верес. І.Я.* Правова природа договору андерайтингу / І.Я. Верес // Часопис Академії адвокатури України. – 2013. – №1. – С. 150–175.

45. *Версаль Н.І.* Фінансове посередництво в Україні: теоретичні та практичні аспекти / Н.І. Версаль // Фінанси України. – 2010. – №9. – С.99–108.

46. *Верстюк І.* Рясні дивіденди «блакитних фішок». / І. Верстюк // Новини України від LB.ua. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://economics.lb.ua/business/2014/05/04/265044_ryasni_dividendiblakitnih_fishok.html

47. *Вечканов Г.С.* Микро- и макроэкономика: энциклопедический словар / Г.С. Вечканов, Г.Р. Вечканова. – СПб.: Лань, 2001. – 352 с.

48. *Вірченко В.* Інституційна структура фінансового ринку та її роль у

комерціалізації результатів інтелектуальної діяльності / В.В. Вірченко // Фінанси України, 2013. – №5. – С.69–79.

49. *Вірченко В.В.* Фінансово-інституційні чинники модернізації національної економіки / В.В.Вірченко // Фінанси України, 2012. – №8. – С.21–25.

50. *Владимир О. М.* Банки в системі організації валютних відносин в умовах ринкових трансформацій економіки України: Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук: 08.00.08 / Ольга Михайлівна Владимир. – Тернопіль, 2012. – 196 с.

51. *Волоснікова Н. М.* Трансакційні витрати інноваційної діяльності в умовах ринкової трансформації : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. ек. наук. : спец. 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами» / Н. Волоснікова ; ХПІ. – Х., 2008. – 21 с.

52. *Вольчик В.* Курс лекций по институциональной экономике / Вольчик В. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http:// ie.boom.ru/Lecture3.htm.

53. *Гальчинський А.С.* Економічна методологія. Логіка оновлення : курс лекцій / А.С. Гальчинський. – К. : АДЕФ-Україна, 2010. – 527 с.

54. *Геддес Р.* IPO и последующие размещения акций / Росс Геддес. – К.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 352с.

55. *Гвардин С.В.* IPO. Стратегия, перспективы и опыт российских компаний / С.В. Гвардин. – М.: "Прогресс", 2006. – 262 с.

56. *Герасимчук З.В.* Небанківські інвестиційні інститути: проблеми та перспективи розвитку / З.В. Герасимчук, Ю.А. Подерня-Масюк. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/en_oif/2009_6_2/7.pdf

57. *Гильфердинг Р.* Финансовый капитал. / Р. Гильфердинг. – М.: Государственное социально-экономическое издательство, 1931. – 460с.

58. Гірченко Т. Д. Стратегія конкурентоспроможності банків в умовах активізації розвитку ринку банківських послуг / Т. Д. Гірченко // Регіональна економіка. – 2003. – ₹4. – С. 122–127.

59. *Гладких Д.* Ринкова позиція банків в умовах вільної конкуренції / Д. Гладких // Вісник Національного банку України. – 2007. – №9. – С. 5–9.

60. *Гладких И.В.* Ценовая стратегия компании: ориентация на потребителя: монография / И.В. Гладких ; Высшая школа менеджмента СПбГУ. – СПб. : Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2013. – 472 с.

61. *Глухов М.Ю.* Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга : дис.... канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Михаил Юрьевич Глухов ; Финансовая академия при Правительстве Российской федерации. – М., 2007. – 214 с.

62. *Гниляк В.О.* Біржові товарні деривативи: теорія, методологія, практика: монографія / В.О. Гниляк, М.О. Солодкий. – К.: Аграр Медія Груп, 2012. – 238 с.

63. *Головин Ю.В.* Банки и банковские услуги в России: вопросы теории и практики / Ю.В. Головин. – М.: Финансы и статистика, 1999 – 416 с.

64. *Горловская И.Г.* Коммерческие банки как финансовые и торговые посредники на ринке ценных бумаг / И.Г. Горловская, Я.В. Марченко // Успехи современного естествознания. – 2008. – № 12 – С. 29-32.

65. *Горловская И. Г.* Экономическая основа РЦБ-услуг / И. Г. Горловская // Современные проблемы науки и образования. – 2008. – № 3(17). – С. 180–185.

66. *Гоффе В.В.* Проблеми використання похідних інструментів фондового ринку для розвитку підприємництва в Україні // Науковий вісник Буковинського державного фінансово-економічного інституту. – 2003. – Вип. 4. – С.128–130.

67. Гроші та кредит: підручник / За ред. проф. Івасіва Б.С. – К.: КНЕУ, 2007. – 528 с.

68. *Губанова Н.* Транзакційні витрати в інформаційній економіці /Н.Н. Губанова, Ю.О. Укіс // Вісник економіки транспорту і промисловості (збірник науково-практичних статей). – 2009. – № 26. – С. 57–61.

69. *Гурьянов С.* Коммуникативный процесс в банках / С. Гурьянов // Банковский менеджмент. – 2007. – № 5. – С. 14–25.

70. *Данькевич А.П.* Фінансові інструменти: особливості визначення, класифікації та обігу / А.П. Данькевич // Наукові праці НДФІ. – 2009. – № 1(46). – С. 64–74.

71. *Дегтярьова Н.В.* Проблеми розвитку українського строкового ринку / Н.В. Дегтярьова // Фінанси, облік і аудит. – 2011. – №18. – С. 68–75.

72. *Де Ковни Ш.* Стратегия хеджирования. / Ш. Де Ковни, К. Такки. – М.: Инфра-М, 1996. – 208 с.

73. Дело: Самые успешные IPO украинских компаний за пять лет. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://korrespondent.net/rynki/stockmarket/1146974-delo-samye-uspeshnye-ipo-ukrainskih-kompanij-za-pyat-let. – название с титул. экрана.

74. *Демиденко Л. М.* Класифікація транзакційих витрат і їх взаємозв'язок із логістичними витратами у кормо виробництві / Л.М. Демиденко // Наукові праці Полтавської державної аграрної академії. Серія: Економічні науки. – 2011. – Випуск 2. – Том 1. – С.92–97.

75. *Демківський А.В.* Гроші та кредит: навчальний посібник / А.В. Демківський. – К.: Дакор, 2007. – 528 с.

76. Державний та гарантований державою борг України станом на 01.02.2014 / Офіційний сайт Міністерства фінансів України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=34952

77. *Де Сото Э.* Иной путь. Невидимая революция в третьем мире / Э. Де Сото. – М. : Изд-во Gatallaxy, 1995. – 320 с.

78. Джеймс Тобин. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ru.wikipedia.org/wiki/Коэффициент_Тобина.

79. *Джусов О. А., Коротун А. С.* Фондовий ринок України: сучасний стан, проблеми розвитку та перспективи /В. О. Поворозник// Офіційний сайт

Національна бібліотека України імені В. І. Вернадського, Київ [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/

80. Динаміка ВЧА відкритих фондів за тиждень // Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_week.html. – Назва з титул. екрану.

81. *Дмитриев М.Н.* Финансирование и финансовые аспекты экологии : учеб. пособие / М.Н. Дмитриев, С.А. Кошечкин. – Н. Новгород : ННГАСУ, 2002. – 470 с.

82. *Довбенко М.* Криза економіки – не криза науки : монографія / Михайло Довбенко. – К. : ВЦ «Академія», 2009. – 304 с.

83. *Долан Є.Дж.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Є.Дж. Долан, К.Д.Кемпбелл, Р.Дж. Кемпбелл ; под общ. ред В.Лукашевича. – пер. с англ. – М.: Туран, 1996. – 448 с.

84. Дослідження систематичних фінансових ризиків підприємства. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://studopedia.net/4_27653_doslidzhennya-sistematichnih-finansovih-rizikiv-pidpriiemstva.html – Назва з титул. екрану.

85. *Доунс Дж.* Финансово-инвестиционный словарь : пер. с англ. / Д. Доунс, Д.Э. Гудман. – 4-е перераб. и доп. изд. – Москва : ИНФРА-М, 1997. – 585 с.

86. *Дроздовская Л.П.* Интермедиация риска на информационно-кредитном рынке: монография / Л.П. Дроздовская, Ю.В. Рожков – Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2010. – 180 с.

87. *Дружинин Н. К.* Математическая статистика в экономике / Н.К. Дружинин. – М.: Статистика, 1971. – 264 с.

88. *Дынкин А.А.* На пороге неспокойного мира: современная эпоха и кризисне 70-е / А.А. Дынкин, В.И. Пантин // Мировая экономика и международные отношения. – 2010. – № 6. – С. 3–9.

89. Единообразный торговый кодекс США : официальный текст / Пер. с англ. [Серия "Современное зарубежное и международное частное право"]. – М.: Международный центр финансово-экономического развития, 1996. – 427 с.

90. *Едронова В.Н.* Создание и продвижение кредитного продукта / В.Н. Едронова, Д.В. Бахтин // Финансы и кредит. – 2004. – № 20. – С. 2–5.

91. *Езекиэл М.* Методы анализа корреляции регрессий / М. Езекиэл, К. Фокс ; пер. с англ. – М.: Статистика, 1966. – 560 с.

92. Енциклопедія банківської справи України / Нац. банк України, Ін-т незалежних експертів ; редкол.: В.С. Стельмах, В. Б. Альошин, А. М. Мороз [та ін.] ; [голов. наук. консультант А. М. Мороз]. – К.: Молодь : Ін Юре, 2001. – 680 с.

93. *Еш С.М.* Ринок фінансових послуг: конспект лекцій для студентів спеціальності «Фінанси» денної та заочної форм навчання / С.М. Еш. – К.: НУХТ, 2008. – 127 с.

94. *Еш С.М.* Фінансовий ринок : навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / С.М. Еш. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 528 с.

95. *Жердецька Л. В.* Механізм трансфертного ціноутворення в банку : дис... канд. екон. наук: 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Лілія Вікторівна Жердецька ; ДВНЗ «Одеський державний економічний університет». – Одеса: – 2009. – 218 с.

96. *Жидко К.* Теоретичні основи побудови системи трансфертного ціноутворення у банку / К. Жидко // Вісник Національного банку України. – 2005 р. – № 1. – С. 52–56.

97. *Жинкин А.Ю.* Концептуальные подходы организации и развития учетной инфраструктуры российского фондового рынка / А.Ю. Жинкин, М.Н. Калинин, П.М. Лансков. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://zhinkin.narod.ru/articles/article01.htm.

98. *Жуков Е.Ф.* Ценные бумаги и фондовые рынки / Е.Ф. Жуков. –М. : Банки и биржи, 1995. – 441 с.

99. *Загородній А.Г.* Фінансовий словник / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк, Т.С. Смовженко. – 3-є вид, випр. і допов. – К. : Т-во «Знання», КОО, 2000. – 587 с.

100. Звіт ДКЦПФР за 2010 рік «Рух ринку цінних паперів та фондового ринку до світових стандартів, задля економічного зростання держави» // Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://nssmc.gov.ua/activities/annual.

101. Звіт ДКЦПФР за 2013 рік «Рух ринку цінних паперів та фондового ринку до світових стандартів, задля економічного зростання держави» // Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://nssmc.gov.ua/activities/annual.

102. *Зубарев А.В.* Внутренний хозрасчет в банке, трансфертное ценообразование / А.В. Зубарев // Банковское дело (рус.). – 2001. – № 1. – С. 14–18.

103. *Иванченко И.С.* Краткосрочные конъюнктурные колебания и динамика промышленного производства /И. С. Иванченко // Юридический вестник РДЕУ – Ростов-на-Дону, 2004. – № 1. – С. 53–54.

104. *Ильина Т.Г.* Финансовое посредничество в экономике / Т.Г. Ильина // Проблемы учета и финансов. – 2011. – №4. – С. 39–42.

105. *Ишханов А.В.* Регулирование рынка деривативов на современном этапе развития мировой финансовой системы / А. В Ишханов, Т. С. Малахова // Финансы и кредит. – 2011. – № 17(449). – С. 16–22.

106. *Іваницька О.М.* Фінансові ринки : навч.посібник / О.М. Іваницька. – К. : Видавництво УАДУ, 1999. –96 с.

107. *Іващук Н.Л.* Економіко-математичне моделювання процесів ціноутворення нестандартних опціонів : дис... д-ра. екон. наук: 08.00.11 «математичні методи, моделі та інформаційні технології в економіці» / Наталія Леонідівна Іващук ; Львівський національний університет імені Івана Франка. – Львів: – 2010. – 618 с.

108. *Іващук Н.Л.* Ринок деривативів: економіко-математичне моделювання процесів ціноутворення: монографія / Н.Л. Іващук. – Львів: Видавництво Львівської політехніки, 2008. – 472 с.

109. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории [Текст] / А. Мертенс. – К. : Киев. инвестиц. агенство, 1997. – 416 с.

110. Історія економічних учень : підручник / В. Д. Базилевич, Н. І. Гражевська, Т. В. Гайдай та ін.; За ред. В.Д. Базилевича. – 2-ге вид., виправ. – Київ : Знання, 2005. –Ч. 1. – 567 с.

111. Історія економічних учень: Підручник / Л. Я. Корнійчук, Н.О. Татаренко, А. М. Поручник та ін.; За ред. Л. Я. Корнійчук, Н. О. Татаренко. – К.: КНЕУ, 1999. –564 с.

112. *Кавицкая И.Л.* Анализ воздействия монетарного шока на эеономику: история вопроса и некоторые новые идеи / И.Л. Кавицкая // JOURNAL OF INSTITUTIONAL STUDIES (Журнал институциональных исследований). – 2010. – № 4. – С. 76–83.

113. *Калач Г.М.* Фондовий ринок України: тенденції та суперечності розвитку : монографія / Г.М. Калач ; ДПС України, Нац. ун-т ДПС України. – Ірпінь, 2012. – 312 с.

114. *Кальченко І.* Історичний розвиток деривативів / І.Кальченко // Юридична Україна. – 2007. – №7 С. 69–79.

115. *Кантолинский М.И.* Ценовые аномалии на российском фондовом рынке: факторный анализ и прогнозирование : дис.... канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Михаил Иосифович Кантолинский ; ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации». – М., 2010.– 195 с.

116. *Карпінський Б.А.* Фінансова система : навч. посіб. / Б.А. Карпінський, О.В. Герасименко. – К. : Центр навчальної літератури, 2003. – 184 с.

117. *Карпушкина А.В.* Рынок ценных бумаг в условиях переходной экономики России : автореф. дис. … канд. экон. наук : спец. 08.00.01. «Экономическая теория» / Анжела Викторовна Картпушкина. – Челябинск, 1999. – 25 с.

118. *Кашпір Р.* Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками банків / Р.Кашпір, П. Матвієнко // Банківська справа. – 1998. – №3. – С.50–55.

119. *Квасницька Р.С.* Фінансовий ринок : сутність та об’єкти купівлі продажу / Р.С. Квасницька // Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу. – 2011. – № 3(15). – С. 141–144.

120. *Квасова О.Л.* Підвищення ефективності організаційно-економічного механізму діяльності фінансових посередників на ринку цінних паперів / О.Л. Квасова // Формування ринкових відносин в Україні. – 2011. – №5. – С. 63–68.

121. *Кейнс Дж. М.* Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс– М.: Эконов, 1992. – Т.2. – 1992. – 486с.

122. *Кириченко О.* Державні цінні папери у контексті розвитку ринку боргових зобов’язань. / О. Кириченко, І. Белоусова, В. Кудрицький // Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку «Україна фінансова». – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/148.htm

123. Класифікація фінансових інструментів. – [Електронний ресурс]. –

Режим доступа: http://www.ewaudit.com.ua/uk/directories/laws/36-psbo13?start=1. – Назва з титул. екрану.

124. *Коваленко Ю.М.* Інституціоналізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю.М. Коваленко ; Національний університет ДПС України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2013. – 606 с.

125. *Коваленко Ю.М.* Транзакційні витрати у фінансовому секторі економіки / Ю.М.Коваленко // Ринок цінних паперів. – 2011. – №3–4. – С.79–86.

126. *Ковальчук В.* Джеймс Тобін, або економіка з точки зору кейнсіанця / В. Ковальчук // Вісник ТНЕУ. – 2007. – № 3. – С. 159–163.

127. *Козловськи П.* Этическая экономия как синтез экономической и этической теории / П. Козловски // Вопросы философии. – 1996. – № 8. – С. 66–88.

128. *Козоріз М. А*. Методологічні засади дослідження впливу іноземного капіталу на розвиток банківської системи України / М. А. Козоріз // Фінанси України. – 2007. – №11. – С. 95-102.

129. *Колби Р.* Энциклопедия технических индикаторов рынка / Р. Колби, Т. Мейерс; пер. с англ. А.И. Ливензон. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 837 с.

130. *Кологойда О.В.* Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О.В. Кологойда. – К. : Юрінком Інтер, 2008. – 320 с.

131. *Комаринський Я.* Фінансово-інвестиційний аналіз: навч. посіб. / Я. Комаринський, І. Яремчук. – К. : "Українська енциклопедія" ім. М. П. Бажана, 1996. – 298 с.

132. *Конопліцький В.А.* Економічний словник. Тлумачно-термінологічний / В.А. Конопліцький, Г.І. Філін. – К.: КНТ, 2007. – 580 с.

133. *Корінєв В.Л.* Маркетингове ціноутворення на підприємстві : дис.... д-ра экон. наук : 08.06.01 «Економіка, організація і управління підприємствами» / Корінєв Валентин Леонідович ; Київський національний економічний університет. – К., 2003. – 560 с.

134. *Корнєв В.В.* Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках : монографія / В.В. Корнєв. – К.: НДФІ, 2003. – 376 с.

135. *Корнєєв В. В*. Фінансові посередники як інститути розвитку: монографія / В. В. Корнєєв. – К.: Основа, 2007. – 192 с.

136. *Корнєєв В.В.* Кураж і ризики фінансових спекуляцій. /В.В. Корнєєв – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : ttp://news.finance.ua/ua/news/~/138462

137. *Корнилюк Р*. Іноземні банки в Україні: виживають сильніші [Електронний ресурс] / Роман Корнилюк // Реальна економіка, 30.01.2013 р. — Режим доступу: htip://real-economy. com. ua/ publication/22/33205. html.

138. *Коробов Ю.И.* Сущность банка и ее эволюция в современных условиях / Ю.И. Коробов // Банковские услуги. – 2005. – № 7. – С. 14–18.

139. *Костина О. И.* Трансакционные издержки: опыт политико-экономического анализа : автореф. дис. на соискание уч. степени канд. эк. наук: спец. 08.00.01 «Экономическая теория» / О. И. Костина ; Ивановский гос. ун-т. – Иваново, 2007. – 26 с.

140. *Кострач Л.М.* Застосування опціонних контрактів як похідних

фінансових інструментів / Л. М. Кострач // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2010. – Випуск 2. – [Електроний ресурс]. – Режим доступу: http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?Z21ID=&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&S21STN=1&S21REF=10&S21FMT=juu_all&C21COM=S&S21CNR=20&S21P01=0&S21P02=0&S21P03=PREF=&S21COLORTERMS=0&S21STR=znpnudps

141. *Котляров М. А.* Повышение эффективности регулирования финансового рынка / М.А. Котляров, О.В. Ломтатидзе // Финансы. – 2011. – №1. – С. 60–64.

142. *Коуз Р.* Природа фирмы / Рональд Коуз // ЭКО: Экономика и организация промышленного производства. – 1993. – № 2. – С. 66–82.

143. *Коуз Р.* Фирма, рынок и право / Рональд Коуз ; пер.с англ. – М. : Дело, 1993. – 192 с.

144. *Кочетыгов А.А.* Финансовая математика: серия «Учебники, учебные пособия» / А.А. Кочетыгов. – Ростов на Дону: Изд-во «Феникс», 2004. – 480 с.

145. *Кочович Е.* Финансовая математика / Е. Кочовин. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 384 с.

146. *Кравчук Н.Я.* Дивергенція глобального розвитку: сучасна парадигма формування геофінансового простору : монографія / Н.Я. Кравчук. – К. : Знання, 2012. – 782 с.

147. *Красавина Л.Н.* Проблемы конкурентоспособности российского финансового рынка в условиях глобализации экономики: вопросы теории / Л.Н. Красавина // Научный альманах фундаментальных и прикладных исследований «Деятельность банков на финансовом рынке: российская практика и мировой опыт». – М. : «Финансы и статистика». – 2007. – 56 с.

148. *Красножон С.В.* Андеррайтинг та його значення в інвестиційних процесах на ринку / С.В. Красножон // Журнал ринок цінних паперів України. – 2006. – №11–12. – С. 45–48.

149. *Кузнєцова Л.В.* Ціноутворення в банківській справі : підручник / Л.В. Кузнєцова, Л.В. Жердецька. – Одеса : Видавництво «Атлант», 2008. – 320 с.

150. *Кузьминов С. В*. Трансакційні витрати: механізм формування та впливу на економічну циклічність : автореф. дис. канд. ек. наук : спец. 08.01.01 «Економічна теорія» / С. Кузьминов ; Національна гірнича академія України. – Дніпропетровськ, 2001. – 12 с.

151. *Кузьминов Я.И.* Курс институциональной экономики: институты, сети, трансакционные издержки, контракты : учебник для студентов вузов / Я. И. Кузьминов, К. А. Бендукидзе, М. М. Юдкевич. – М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. – XL, 442 с.

152. *Купрій Н.* Математична модель оцінювання ринкової ціни акції в момент виконання опціону / Н.Купрій // Вісник львівського університету. Серія економічна. – 2007. – № 37(1). – С. 685–690.

153. *Ланчев Э.* История фьючерсных рынков / Э. Ланчев. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.forex.ua/fut_opt/hist_fut.shtml

154. *Лев М.Ю.* Ценообразование : учебник / М.Ю.Лев. – М.: ЮНИТИ-

ДАНА, 2008. – 719 с.

155. *Левенко А.М.* Індикатори кризи фондового ринку/ А.М. Левенко. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/7718/1/83.pdf

156. *Ледьярд Джон.* Несостоятельность (провалы) рынка // Экономическая теория / Под ред. Дж. Итуэлла, М.Милгрейта, П.Ньюмена: Пер. с англ. / Науч.ред.чл.-корр. РАН В.С.Автономов. – М.: ИНФРА-М, 2004. – XII. – 840 с.

157. *Ліпич Л. Г.* Система показників оцінки кон'юнктури ринку / Л. Г. Ліпич, О. В. Кощій // Науковий вісник Волинського державного університету імені Лесі Українки. – 2007. – №12. Розділ І. Економічна теорія. – С. 5–8.

158. *Лондар С.Л.* Фінанси : навч. посібник / С. Л. Лондар, О. В. Терещенко. – Вінниця : НоваКнига, 2009. – 384 с.

159. *Лукашов А.* Теорія поведінкових фінансів та дивідендна політика компанії : за матеріалами cfin.ru. / А. Лукашов // Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку «Україна фінансова». – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ufin.com.ua/analit_mat/sdu/145.htm

160. *Лук'янов В.С.* Сучасні фінансові ринки : монографія / В. С. Лук'янов. – К. : Знання, 2013. – 479 с.

161. *Лютий І.О.* Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенд енції розвитку: монографія / І.О. Лютий, Т.В. Грищенко, О.В. Любкіна та ін. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.

162. *Лямин А.В.* Рынок ценных бумаг : учебник / А.В.Лямин, П.В.Воробьев. – М. : ТК Велсби, 2006. – 240 с.

163. *Мазур І.* Причини фінансової кризи в умовах глобалізації / І.Мазур, Ю.Сапачук // Вісник Київського національного університету ім. Т.Шевченка. – Серія «Економіка». – 2009. – №109. – С.9–13.

164. *Маконнелл К.Р.* Аналітична економія: принципи, проблеми і політика / К.Р. Макконнелл, С.Л. Брю. – пер.з англ.– Львів : Просвіта, 1997. – Ч.1 : Макроекономіка. – [Б. м.] : [б.в.], 1997. – 671 с.

165. Макроекономічні індикатори. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://forextrading.org.ua/macroekonomichni-indikatori.html. – Назва з титул. екрану.

166. *Малахов С.* Трансакционные издержки в российской экономике / С. Малахов // Вопросы экономики. – 1997. – № 7. – С. 77–86.

167. *Мальков А.В.* Размещение акций: структурирование и ценообразование / А.В. Мальков. – М.: – Альпина Бизнес Букс/МИФ, 2012. – 224 с.

168. *Маркова В.Д.* Маркетинг услуг / В. Д. Маркова. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 301 с.

169. *Маркс Карл*. Капитал. Критика политической экономии. Кн. 3: Процесс капиталистического производства, взятый в целом. / Карл Маркс ; Под ред. Ф. Энгельса. – М.: Политиздат, 1989. – Т. 3., Ч. 1. – 508 с.

170. *Маркс К.* Капитал. / К. Маркс. – М.: Издательство политической

литературы, 1978. – Том третий. Ч 2. – 1978. – 1200 с.

171. *Маршалл А.* Принципы политической экономии. Т1. Кн. 1. Процесс производства капитала / А. Маршалл. – М.: Политиздат, 1983. – С. 157 – 160.

172. Математика и кибернетика в экономике. Словарь-справочник. – М.: Экономика, 1975. – 700 с.

173. Математическое моделирование в управлении рисками : материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Саратов, 3-5 сентября 2012 г.). – Саратов : Изд-во Саратов. ун-та, 2012. – 152 с.

174. *Мацелюх Н.П.* Асиметрія інформації, як фактор дисбалансів ціноутворення на фінансовому ринку: теоретичний аспект / Н.П. Мацелюх // Збірник наукових праць Національного університету Державної податкової служби України. – 2013. – №2. – С. 88–96. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до журналу: http://www.nbuv.gov.ua/ejournals/Znpnudps/index.htmlhttp://asta.nudpsu.com

175. *Мацелюх Н.П.* Дослідження кон'юнктури фінансового ринку як необхідна передумова його регулювання / Н.П. Мацелюх // Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право). – 2010. – № 1. – С. 87–93.

176. *Мацелюх Н.П.* Концепція та алгоритм побудови організаційно-економічного механізму регулювання фінансового ринку України / Н.П. Мацелюх // Схід. – 2010. – № 7. – С. 64-68.

177. *Мацелюх Н.П.* Необхідність та передумови регулювання фінансового ринку України / Н.П.Мацелюх // Україна в нових реаліях: політичні, економічні та правові орієнтири розвитку : збірник наукових праць за матеріалами II Міжнародної науково-практичної конференції, 17 травня 2011 року / Національний університет ДПС України, НДІ фіаннсового права. – К.: Алерта, 2011. – С. 304.

178. Мацелюх Н. П. Основні теорії походження цін на фінансовому ринку / Н.П. Мацелюх // Ринок цінних паперів України. – 2011. – № 9–10. – С. 3–10.

179. *Мацелюх Н.П.* Регулювання світового фінансового ринку: методологічні аспекти / Н.П. Мацелюх // Науковий вісник Національного університету Державної податкової служби України (економіка, право). – 2013. – №3(62). – С. 113–117.

180. *Мацелюх Н.П.* Роль держави в регулюванні фінансового ринку / Н.П.Мацелюх // Сучасні виклики для України у сфері політики, економіки та права в умовах глобалізації : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. – Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2010. – : Ч.1. – С. 329–330.

181. *Мацкайлова Е.В.* Развитие инфраструктуры фондового рынка в России : дис. … канд. экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Елена Викторовна Мацкайлова; Волгоградский государственный университет. – Волгоград, 2005. – 134 с.

182. *Маршалл А.* Принципы экономической науки / А. Маршалл. – пер. с англ. – М. : Прогресс, 1993. – 594 с.

183. Международные финансовые центры и их роль в развитии мировой

экономики : [аналитический обзор]. – М.: Финансовый университет при Правительстве Российской ЕКОНОМІКА, 2012. – 444 с.

184. *Мельник В.А.* Ринок цінних паперів. Довідник керівника підприємства. [Спеціальний випуск] / В.А.Мельник. – К.: АЛД.Віре-Р, 1998. – 485 с.

185. Методология расчета индексов. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://lib.stepenko.com/articles-analythis-technical/204-metodologiya-rascheta-indeks – Название з титул. екрана.

186. *Милль Д.С.* Основы политической экономии: Пер. с англ. / Под ред. А.Г. Милейковского. – М.: Прогресс, 1980. – 1422 с.

187. *Миловидов В.* Асимметрия информации или «симметрия заблуждений»? / В. Миловидов // Журнал Мировая экономика и международные отношения. – 2013. – №3. – С 45–53.

188. *Милошик В.І.* Проблеми визначення транзакційих витрат / В.І.Милошик // Наукові записки. Економічні науки. – 2000. – Т. 18. – С.46–50.

189. *Мирецкий А.П.* О сущности банковских услуг и банковских продуктов / А. П. Мирецкий // Вестник СГСЭУ. – 2002. – № 4. – С. 64–69.

190. *Миркин Я.М.* Англо-русский толковый словар по финансовым рынкам: свыше 13 000 терминов / Я.М. Миркин. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 784 с.

191. *Миркин Я.М.* Российский рынок ценных бумаг (Влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития) : дис.... д-ра экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Яков Моисеевич Миркин; Финансовая академия при Правительстве Российской федерации. – М., 2003. – 575 с.

192. *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин. – М. : Перспектива, 1995. – 512 с.

193. Мировые объемы IPO упали до минимума 2008 года. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://ubr.ua/finances/stock-market/mirovye-obemy-ipo-upali-do-minimuma-2008-goda-201924 – Название титул. экрана.

194. *Михайлов Д.М.* Мировой финансовьй рынок: тенденции и инструменты / Д.М. Михайлов. – М.: Экзамен, 2000. – 768 с.

195. *Мишкін Ф.С.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: монографія/ Ф.С. Мишкін. – К. : Основи, 1999. – 963 с.

196. *Мозговий О.М.* Фондовий ринок : навч. посіб. / Мозговий О.М. – К. : КНЕУ, 2008. – 316 с.

197. *Мошенський С.З.* Значення фінансового ринку в економічному розвитку держави та у забезпеченні її інвестиційної безпеки / С.З. Мошенський // Вісник ЖДТУ №2 (44). Економічні науки. – 2008. – С. 339–348.

198. МСФЗ 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка». – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://dipifr.info/lib_files/standards/rus2012/ias39.pdf

199. *Найт Ф.Х.* Риск, неопределенность и прибыль / Ф.Х. Найт ; пер. с англ. – М.: Дело, 2003. – 360 с.

200. Населення Австро-Угорщини. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.coinshome.net/uk/country-details.htm?id=eEx_AAEBtAoAAAElGsqJ4Hjd. – Назва з титул. екрану.

201. Населення Японії: кількість, густота, демографічна ситуація. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.geograf.com.ua/japan/643-japan-population-number-density. – Назва з титул. екрану.

202. Національний класифікатор України. Класифікація видів економічної діяльності ДК 009:2010. – [Електронний ресурс]. – Режим доступа: http://evrovektor.com/kved/2010/100/Dopomizhna-dijalnist-u-sferah-finansovih-poslug-i-strahuvannja. – Назва з титул. екрану

203. *Норт Д.* Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Д.Норт. [пер.с англ. А.Н.Нестеренко]. – М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997. – С.28.

204. О внесении изменений в отдельные законодательные акты российской федерации в связи с совершенствованием принципов определения цен для целей налогообложения / Федеральный Закон Российской Федерации № 277-ФЗ от 18 июня 2011 г. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.referent.ru/1/182513

205. *Ольхова Р.Г.* Трансфертное ценообразование в системе управления доходностью банка/ Р.Г. Ольхова // Банковские услуги (рус.). – 2001. – № 7. – С. 34–48.

206. *Омельченко В.В.* Оценка стоимости розничных структурированных финансовых продуктов : дис.... к-та экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Владимир Владимирович Омельченко ; Государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Государственный университет Высшая школа экономики». – М.:, 2010. – 173 с.

207. *Опарин В.М.* Финансовая система Украины (теоретико-методологические аспекты) : монография / В.М. Опарін – К.: КНЕУ, 2005. – 240с.

208. О рынке ценных бумаг / Закон Российской Федерации № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. – [Електронный ресурс]. – Режим доступа. – http://docs.cntd.ru/document/9018809.

209. *Оскольський В.В.* Ринок цінних паперів України : погляд через призму діяльності Української фондової біржі / В.В. Оскольський. – К. : УФБ, 2001. – 216 с.

210. Основи економічної теорії: політ економічний аспект. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ukrkniga.org.ua/ukrkniga-text/books/_book-26.htm. – Назва з титул. екрану.

211. Основные постулаты теории Доу. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://library.kiwix.org/wikipedia_uk_all/A/%D0%A2%D0%B5%D0%BE%D1%80%D1%96%D1%8F%20%D0%94%D0%BE%D1%83.html – Название с титул. экрана.

212. Офіційний сайт Всесвітнього економічного форуму (World Economic Forum). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.weforum.org/reports.

213. Офіційний сайт журналу Structured Retail Products. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.structuredretailproducts.com/

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

215. *Павленко А.Ф.* Маркетингова політика ціноутворення : монографія / А.Ф. Павленко, В.Л. Корінєв. – К.: КНЕУ, 2004. – 332 с.

216. *Павліха Н.В.* Коливання курсів цінних паперів на фондових біржах: змістовна характеристика та фактори впливу (на прикладі США) / Н. В. Павліха, О. В. Амброзяк // Науковий вісник Волинського національного університету імені Лесі Українки. Розділ ІІ. Зовнішня політика країн світу і міждержавні відносини. – №6 – 2008. – С. 69-74.

217. *Павлов С. В.* Фондовая биржа и ее роль в экономике современного капитализма / С. В. Павлов. – М.: Финансы и статистика, 1989. – 128 с.

218. *Паєнтко Т. В*. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків : монографія / Т. В. Паєнтко. – К.: ДКС центр, 2013. – 294 с.

219. *Пахомова І.Г.* Оцінка сучасного стану, проблем та перспектив фондового ринку України. / І.Г. Пахомова, Л.А. Фатєєва // Ефективна економіка. – 2014. – №7. – [Електронний ресурс.] – Режим доступу : http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3180.

220. Первые уроки кризиса. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.imf.org/ external/russian/. – Название с титул. экрана.

221. *Перехожев В.А.* Современные подходы к пониманию категорий “банковский продукт”, “банковская услуга” и “банковская операция” / В.А. Перехожев // Финансы и кредит. – 2002. – № 21. – С. 23–33.

222. Періодичні кризи на фондових біржах з погляду теорій ефективного і фрактального ринків. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.securities.org.ua/securities_journal/review.php?num=46&pub=444 – Назва з титул. екрану.

223. *Петти В.* Антология экономической классики / Вильям Петти, Адам Смит, Давид Риккардо. – М.: Из-во “ЭКОНОВ” – “Ключ”, 1993. – 478 с.

224. Положення про порядок, умови видачі та розміри кредитів страхувальникам, які уклали договори страхування життя / розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України № 2883 від 3 грудня 2004 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/RE10214.html

225. *Поляков В.В.* Мировой рынок: вопросы прогнозирования : учебное пособие / В.В. Поляков. — 2-е изд., перераб. и доп. – М. : КНОРУС, 2011. – 264 с.

226. *Поплавська М.В.* Особливості формування фондового ринку України / М.В. Поплавська // Економіка та держава. – 2011. – №2. – С.79–81.

227. Порядок реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії / Затв. рішенням Державної комісії з регулювання ринків фінансових

послуг України № 572 від 16 червня 2009 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0916-09

228. Призначенні і структура фінансового ринку. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://library.if.ua/book/35/2410.html. – Назва з титул. екрану.

229. *Примостка Л.О.* Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків: навч.посібник / Л.О.Примостка. – К.: КНЕУ, 1998. – 107 с.

230. Про банки і банківську діяльність / Закон України № 2121-III від 07 грудня 2000 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2121-14/ed20120101

231. Проблеми та перспективи інтеграції банківської системи України у світовий фінансовий ринок. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.diplomus.in.ua/load/problemi_ta_perspektivi_integraciji_bankivskoji_sistemi_ukrajini_u_svitovij_finansovij_rinok/11-1-0-50492 – Назва з титул. екрану.

232. Про внесення змін до Закону України "Про цінні папери,та фондовий ринок" щодо розкриття інформації на фондовому ринку / Закон України № 3264-VI від 21 квітня 2011 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу. – http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3264-17

233. Програма економічних реформ в Україні на 2010 – 2014 роки. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.pravda.com.ua/articles/2010/06/2/5102337/ – Назва з титул. екрану.

234. Програма розвитку фондового ринку на 2012–2014 роки / Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan. – Назва з титул. екрану.

235. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні / Закон України № 448/96-ВР від 30 жовтня 1996 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80

236. Про затвердження порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії / Рішення Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України № 572 від 16 червня 2009 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0916-09

237. Про кредитні спілки / Закон України № 2908-III від 20 грудня 2001 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2908-14

238. Про організацію операційної діяльності в банках України / Постанова правління Національного банку України № 254 від 18 червня 2003 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0559-03

239. Про похідні (деривативи) / проект Закону України № 8576 від 30 травня 2011 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/ed_2011_05_30/JF6M800A.html.

240. Про ринки фінансових інструментів / Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21 квітня 2004 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/994_586

241. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг / Закон України № 2664-III від 12 липня 2001 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2664-14.

242. Про цінні папери та фондовий ринок / Закон України № 3480-IV від 23 лютого 2006р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу. – http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page

243. *Прутська О. О*. Інституціоналізм і проблеми економічної поведінки в перехідній економіці : монографія / О. О. Прутська. – К.: Логос, 2003. – 256 с.

244. П(С)БО 13 «Фінансові інструменти». – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1050-01

245. Публичные размещения акций компаний Украины на зарубежных биржах. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://economics.unian.net/stockmarket/716416-publichnyie-razmescheniya-aktsiy-kompaniy-ukrainyi-na-zarubejnyih-birjah.html. – название с титул. экрана.

246. *Раделицький Ю. В*. Державне регулювання ринку фінансових інвестицій: зарубіжний досвід і національні реалії // Ю. В. Раделицький Науковий Вісник НЛТ У України: Збірник науково-технічних праць. – Львів : РВВ НЛТ У України. – 2009. – Вип. 19.13. – С. 242–248.

247. *Райзберг Б.А.* Современный экономический словарь : словарь / Б.А. Райзберг,Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА – М, 2002. – 480 с.

248. *Рекуненко І.* Необхідність розробки системи індикаторів, що характеризують інфраструктуру фінансового ринку / І. І. Рекуненко // Актуальні проблеми і перспективи розвитку економіки України : матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (7 березня 2014 р., м. Ужгород) / за заг. ред. : М. М. Палінчак, В. П. Приходько. – Ужгород : Гельветика, 2014. – С. 238–240.

249. *Рикардо Д.* Сочинения. Т.1. / Д. Рикардо. – М. : Соцэкгиз, 1955. – Т.1. – 1955. – 360 с.

250. *Римская Т.* Привлечение денег: эволюция публичных размещений / Т. Римская // Журнал ВТБ. – М., 2007. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа к журналу: http://www.vtbmagazine.ru.

251. Річний Звіт Національного банку України за 2011 рік // Офіційний сайт Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=121938.

252. Річний Звіт Національного банку України за 2012 рік. // // Офіційний сайт Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2150782

253. *Розенберг Д.М.* Бизнес и менеджмент. Терминологический словарь /Д.М. Розенберг ; пер. с англ.Т.С. Аристовой. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 464 с.

254. *Румянцев М. В*. Вопросы методологии и методики трансфертного ценообразования/ М.В. Румянцев // Банковские услуги (рус.) – 2004. – № 2. – С. 5–12.

255. *Рыкова И.А.* Модернизация современных экономических инструментов через призму меняющейся роли финансового рынка / И.А. Рыкова // Финансы и кредит. – 2011. – № 44 (476). – С. 47–54.

256. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галаганова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 352 с.

257. *Рязанова Н.С.* Міжнародні фінанси : навч.-метод. посібник / Н.С. Рязанова ; Київський нац. екон. ун-т. – Київ : КНЕУ, 2001. – 119 с.

258. *Савицька О.І.* Проблеми та перспективи розвитку фондового ринку України / О.І. Савицька, А.А. Фурсова // Економіка і регіон. – 2009. – №2. – С.136–139.

259. *Савченко Т.Г.* Грошовий ринок : сутність, структура та інструменти / Т. Г. Савченко // Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України. – 2011. – Вип. 31. – С. 257–266.

260. *Савчук О.І.* Фондовий ринок в Україні та особливості формування його інфраструктури / О.І. Савчук, М.П. Дранович. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://intkonf.org/savchuk-oi-dranovich-mp-fondoviy-rinok-v-ukrayini-ta-osoblivosti-formuvannya-yogo-infrastrukturi/

261. Саммит G20 в Вашингтоне: заявления, комментарии. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http//ria.ru/trend/g20_summit_comments_1611208/. – Название с титул. экрану.

262. *Самуэльсон П.Э.* Экономика : пер. с англ. / П.Э. Самуэльсон, В.Д. Нордхаус. – 16-е изд. – М. ; СПб. ; К. : Вильямс, 2001. – 688 с.

263. *Сапачук Ю.М.* Фінансовий ринок України: проблеми та перспективи. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ekmair.ukma.kiev.ua/bitstream/123456789/1642/1/Sapachuk_Finansovyi%20rynok%20Ukrainy.pdf. – Назва з титул. екрану.

264. *Свечкіна А.Л.* Формування та розвиток фінансового ринку України в системі макроекономічної стабілізації : дис. … к-та екон. наук: 08.00.03 «Економіка та управління національним господарством» / Аліна Леонідівна Свечкіна ; ДВНЗ «Донецький державний університет управління». – Донецьк, 2008. – 215 с.

265. *Сэй Ж.-Б.* Трактат по политической экономии / Жан-Батист Сэй // Экономические софизмы; Экономические гармонии / Фредерик Бастиа; [сост., вступ. ст. и коммент. М.К. Бункиной и А. М. Семенова]. — М. : Дело : Акад. нар. хоз-ва при Правительстве Рос. Федерации, 2000. – 273 с.

266. *Селіверстова, Л.С.* Методи та критерії формування дивідентної політики / Л.С. Селіверстова // Актуальні проблеми економіки. – 2007. – №12. – С. 117–124.

267. *Силантьєв С.О.* Мікроекономічні основи ціноутворення опціонів / С. О. Силантьєв // Економіка та підприємництво: зб. наук. праць молодих учених та аспірантів / М-во освіти і науки України, ДВНЗ "Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана" ; відп. ред. С. І. Дем’яненко. – 2011. – Вип. 27. – С.160–166.

268. *Синки Дж. Ф.* Управление финансами в коммерческих банках / Дж. Ф. Синки. – М. : Catallaxy. – 1994. – 618 с.

269. *Синюченко М.І.* Проблеми цінності грошей у теорії М.І. Туган-Барановського / Синюченко М. І. // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 2(23) – С. 16-22.

270. *Скоробогатов А.С.* Лекции и задачи по теории контрактов / Скоробогатов А.С. – СПб.: ГУ-ВШЭ, 2006. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://institutional.narod.ru/skorobogatov2/contents.htm.

271. *Слободина М. Ю.* Банки в системе трансформации сбережений населения в инвестиции: автореф. дис. … канд. экон. наук : спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Марина Юрьевна Слободина. – М., 2007. – 24с.

272. Советский энциклопедический словарь / Прохоров А.М., Семенов В.А., Бранин А.О. и др. – М.: Советская энциклопедия, 1989. – 1632 с.

273. *Соколинская Н. Э.* Производные финансовые инструменты: фьючерсы. – свопы и опционы / Н.Э. Соколинская // Банковские услуги. – 2005. – № 2. – С.32–38.

274. *Соколовський С.* Методика оцінки основних фінансових операцій комерційного банку за допомогою системи трансфертного ціноутворення / С. Соколовський // Вісник Національного банку України. – 2000. – № 8. – С. 31–33.

275. *Сорочан* О. На какие фишки ставить. / О. Сорочан // Новости Украины от LB.ua. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://economics.lb.ua/finances/2011/04/26/94069_na_kakie_fishki_stavit.html.

276. *Сохацька О.М.* Біржова справа: підручник / О.М.Сохацька ; Мін-во освіти і науки України ; Тернопільська академія н/г. – Тернопіль: Карт-бланш, 2003. – 602 с.

277. *Сохацька О.М.* Міжнародні ф'ючерсні ринки: теоретико-методологічні аспекти: монографія / О.М. Сохацька. – Тернопіль: Карт-блаш, 2002. – 454 с.

278. *Сохацька О.М.* Фючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О.М.Сохацька. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – 408 с.

279. *Смєсова В.* Сутність та класифікація джерел національного інвестиційного потенціалу / В. Смєсова // Вісник ТНЕУ. – 2007. – Вип. 2. – С. 57–63.

280. *Старинський М.В.* Правове регулювання відносин у сфері випуску та обігу цінних паперів в Україні : навч. посіб. / М.В. Старинський, Ж.В.Завальна. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2007. – 327 с.

281. *Стирський, М. В.* Аналіз короткострокових факторів курсоутворення на ринку акцій України [Текст] / М.В. Стирський // Фінанси України. - 2006. - №11. - С. 58.

282. Стратегія розвитку фінансового сектора України до 2015 року: проект. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://kbs.org.ua/files/dpee1.pdf.

283. *Стрельцов А.В.* Моделирование деятельности финансовых посредников : дис.... канд. экон. наук : 08.00.13 «Математические и

инструментальные методы экономики» / Андрей Валерьевич Стрельцов ; Санкт-Петербургский государственный инженерно-технический университет. – СПб., 2004. – 167 с.

284. *Сухоруков О.*Чому не розвивається фондовий ринок України, або п’ять лакмусових папірців ринковості української економіки. / Олексій Сухоруков. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://forbes.ua/ua/opinions/1377023-chomu-ne-rozvivaetsya-fondovij-rinok-ukrayini.

285. *Сухотеплий В.* Аналіз динаміки структури банківської галузі України за період 1999–2006 рр. / В. Сухотеплий // Вісник Національного банку України. – 2007. – №10. – С. 16–19.

286. *Сынкова Е.* Правовое регулирование финансовых рынков Украины и ЄС / Е.Сынкова // Журнал Банкиръ. – № 2 (12), Донецк. – 2005. – С.21–26.

287. Теорія фінансів : Підручник / [П.І. Юхименко, В.М. Федосов, Л.Л. Лазебник та ін.] За ред. проф. В.М. Федосова, С.І. Юрія. – К.: Центр учбової літератури, 2010. – 576 с.

288. *Тимофіїв С.В.* Методологічні аспекти обліку транзакційих витрат / С.В.Тимофіїв // Сучасні кризові явища в економіці і проблеми облікового, контрольного і аналітичного забезпечення управління підприємством : тези доповідей матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, 25 травня 2012 року. – Луцьк : РВВ Луцького національного технічного університету, 2012. – С. 260–262.

289. *Ткаченко С.* Оцінка стану і перспективи розвитку фондового ринку України // Вісник НБУ. – 2010. – №8. – С.44-50.

290. *Тормозова Т.В.* Фрагментарность рынка ценных бумаг // Вестник Финансовой. Академии. – М.,2003. – №3. – С. 122–128.

291. *Трегуб И.В.* Технический анализ финансовых рынков : ученик / И.В.Трегуб. – М: Финансовый университет, 2013. – 224 с.

292. *Тропіна В. Б.* Фінансові посередники: основні тенденції розвитку в Україні / В. Б. Тропіна, Л. В. Лисяк // Економічний простір. – 2011. – № 50. – С. 178–184

293. *Туган-Бараноеский М. И.* Бумажные деньги и металл / М. И. Туган-Барановский. – пр. – Одесса: Русская культура, 1919. – 132с.

294. *Туган-Барановский М.И.* Основы политической экономии. / М.И. Туган-Барановский. – М. : Русская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 1998. – 664с.

295. *Уильямсон О.* Экономические институты капитализма / О. Уильямсон // Фирмы, рынки, «отношенченская» контрактация – СПб. : Лениздат, 1996. – 702 с.

296. Українська біржа. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ux.ua/s251

297. Українці переводять заощадження з депозитів у цінні папери. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ua-ekonomist.com/6548-ukrayinc-perevodyat-zaoschadzhennya-z-depozitv-u-cnn-paperi.html. – назва з титул. екрану.

298. *Уотшем Т.Дж.* Количественные методы в финансах / Т.Дж. Уотшем, К. Паррамоу. – Москва: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 528 с.

299. *Усоскин В.М.* Современный коммерческий банк. Управление и операции / В. М. Усоскин. – М. : Вазар-Ферро, 1994. – 320 с.

300. *Уткин. Э. А.* Инновационный менеджмент / Э. А. Уткин, Г. И. Морозова, Н. И. Морозова. – М. : Акалис, 1996. – 208 с.

301. *Федоренко В.Г.* Інвестознавство: підручник. / В.Г. Федоренко. – 3-тє вил., допов. – МАУП, 2004. – 480 с.

302. *Фельдман А.Б.* Производные финансовые и товарные инструменты: учебник / А.Б. Фельдман– М.: Финансы и статистика, – 240 с.

303. *Фельдман А. Б.* Современный экономический кризис и производные финансовые инструменты / А.Б. Фельдман // Вопросы экономики. – 2009. – №5. – С. 59–68.

304. Финансовый маркетинг: теория и практика : учебник / [О.А. Артемьева, С.В. Карпова, Б.С. Касаев и др.] ; под общей ред. С. В. Карповой. – М. : Юрайт, 2013. – 424 с.

305. *Фишер Р.* Статистические методы для исследователей / пер. с англ. ; Р.А. Фишер. – М. : Госиздат, 1958. – 268 с.

306. Фінанси: підручник / [С.І. Юрій, В.М. Федосов, Л.М. Алексеєнко та ін.]; за ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова. – К.: Знання, 2008. – 611 с.

307. Фінанси (теоретичні основи): підручник / М.В. Грідчіна, В.Б. Захожай, Л.Л. Осіпчук та ін.; під кер-вом і за наук. ред. М. В. Грідчіної, В. Б. Захожая. – 2-ге вид., випр. і допов. – К.: МАУП, 2004. – 312 с.

308. Фінансовий ринок. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http:/enb.narod.ru/text/Ekonom/encyclo/str/E-850.htm. – Назва з титул. екрану.

309. Фондовий ринок. BIN.ua. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://bin.ua/news/finance/stockmarket/

310. *Фридман Л.* Глобализация: развитые и развивающиеся страны / Л. Фридман, С. Кузнєцова // Мировая экономика и междунар. отнош. – 2000. – № 11. – С. 9–20.

311. *Фуруботн Э. Г.* Институты и экономическая теория: Достижения новой институциональной экономической теории / Э. Г. Фуруботн, Р. Рихтер : перс с англ. – СПб.: Издат. дом Санкт-Петербург. гос. ун-та, 2005. – XXXIV+702 с.

312. *Халл Дж.К.* Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты : [пер. с англ.] / Джон К. Халл. – М. [и др.] : Вильямс, 2007. – 1051 с.

313. *Ходаківська В.П.* Ринок фінансових послуг : навч. посіб. / В.П. Ходаківська, О.Д. Данілов. – Ірпінь : Академія ДПС України, 2001. – 501 с.

314. Цены и ценообразование: учебник / Васильева Е.К., Ведерникова Н.И., Дмитриев А.Л. и др.; Под ред. В.Е.Есипова. – 4-е изд., перераб.и доп. – СПб.: Питер, 2004. – 560 с.

315. Цены и ценообразование: учебник для вузов / Под ред. И.К. Салимжанова. – М.: ЗАО «Финстатинформ», 2001. – 304 с.

316. Цивільний кодекс України : за станом на 04 березня 2015р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу. – http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/435-15

317. *Ческидов Б.М.* Методология моделей рынков ценных бумаг : общественно-политическая литература / Б.М. Ческидов // Финансы и кредит. – 2004. – № 21. – С. 36–39.

318. *Шаповалов Є.А.* Використання в Україні світового досвіду похідних фінансових інструментів : автореф. дис. … канд. екон. наук : спец. 08.05.01. «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / Євген Анатолійович Шаповалов. – Київ, 2001. – 24 с.

319. *Шаповалов Є.* Перспективи входження фінансового ринку України у світову систему торгівлі деривативами / Є. Шаповалов // Вісник НБУ. – 2001. – №4. – С. 58–60.

320. Шарп Уильям. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://jur.vslovar.org.ru/18688.html. – Назва з титул. екрану.

321. *Шарп У.* Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли ; пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. – XII. – 1028 с.

322. *Шаститко А.Е.* Новая институциональная экономическая теория / А.Е. Шаститко. – М. : ТЕИС, 2010. – 828 с.

323. *Шведов А.С.* Процентные финансовые инструменты: оценка и хеджирование / А.С. Шведов. – М.: ГУ ВШЭ, 2001. – 152 с.

324. *Шелудько В.М.* Фінансовий ринок: навч.посіб. / В.М. Шелудько. – 2-е вид., виправ. і допов. – К.: Знання-Прес, 2003. – 535 с.

325. *Шепеленко О. В*. Управління трансакційними витратами в економіці України : автореф. дис. на здоб. наук. ступ. д-ра ек. наук : спец. 08.00.03 «Економіка та управління національним господарством» / О.В. Шепеленко ; Донецький нац. університет. – 38 с.

326. *Шеремет А.Д.* Методика фінансового анализа / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин, Е.В. Негашев. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 208 с.

327. *Шклярук С.Г.* Проектне фінансування : навч. посіб. / С.Г. Шклярук. – К. : ДП Видавничий дім «Персонал», 2009. – 472 с.

328. *Шкодіна І. В.* Основні диспропорції розвитку світового господарства на сучасному етапі / І.В. Шкодіна // Фінанси України. – 2010. – № 7. – С. 58–64.

329. *Школьник І.О.* Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія / І.О. Школьник. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

330. *Школьник І. О., Червякова С. В*. Реформування вітчизняної розрахунково-клірингової системи як передумова забезпечення ефективності функціонування інфраструктури ринку цінних паперів у процесі IPO // Проблеми економіки. – 2012. – № 3. – С. 15–19.

331. *Шульга Н. П*. Трансфертне ціноутворення як інструмент бюджетування комерційного банку / Н.П. Шульга // Проблеми і перспективи роз-витку банківської системи України. – Суми: Мрія ЛТД, 2002 – Т. 5. – 288 с.

332. *Шульга О.О.* Проблеми та перспективи застосування похідних фінансових інструментів на фондовому ринку України / О.О.Шульга // Наукові праці НДФІ. – 2008. – № 4 (45). – С. 146–151.

333. *Шумпетер Й.А.* Теория экономического развития / Й.А. Шумпетер. – М.: Прогресс, 1983. – 864 с.

334. *Шушкова Ю.* Інституційна структура фінансового сектору вітчизняної економіки / Ю.В.Шушкова // Науковий вісник НЛТУ України. – 2012. – Вип.22.10. – С. 287–292.

335. *Яворська В.О.* Розвиток біржового ринку деривативів в умовах світової економічної глобалізації/ В.О. Яворська// Вісник КрНУ імені Михайла Остроградського. Випуск 6/2014 (89). Частина 2. – С. 123-127.

336. Экономическая теория на пороге XXI века / Под ред. Ю.М.Осипова, В.Т.Пуляева. – Спб.: ТООТК «Петрополис», 1996. – 416 с.

337. Экономика налоговых реформ: монография / Под ред. И.А. Майбурова, Ю.Б. Иванова, Л.Л. Тарангул. – К.: Алерта, 2013. – 432 с.

338. Экономическая теория (политэкономия): учебник / Под общей ред. В.И.Видяпина, Г.П. Журавлевой. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 560с.

339. Экономическая энциклопедия / под ред. Л. И. Абалкина.– М.: Экономика, 1999.– 1055 с.

340. Экономическая энциклопедия. Политическая экономия / под ред. А.М. Румянцева. – М. : Советская энциклопедия, 1979. – Т. 3. – 624 с.

341. Энциклопедия маркетинга. – [Електронний ресурс]. – Режим доступа: http://www.marketing.spb.ru/. – Назва з титул. екрану.

342. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / [под ред А.А. Лорбанова, А.В. Чугунова]. – М.: Альпина Паблишер, 2009. – 936 с.

343. A guide to the Project Managment body of knowledge (Project Management Body of Knowledge (Project Management Institute [PMI], 2013) 5th ed / Руководство к своду знаний по управлению проектами (Руководство PMBOK). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.torrentino.com/torrents/2115219 – Назва з титул. екрану.

344. *Akerlof G.A., Shiller R.J.* (2009) Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism, Princeton University Press.

345. *Allen D.* Thelong-run performance of initial public offerings in Thailand / D. Allen, N. Morkel-Kingsbury, W. Piboonthanakiat // Applied Financial Economics. – 1999. – Vol.9. – P.215–232.

346. *Amilon H.* A Neural Network Versus Black-Scholes: A Comparison of Pricing and Hedging Performances/ H. Amilon. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://cs.uni-muenster.de/Professoren/Lippe/diplomarbeiten/html/eisenbach/Untersuchte%20Artikel/Amil03.pdf

347. *Anderson G.* Four Wall Street Superstitions That Just Won't Die / G. Anderson // Investing Answers. 10.11.2010. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http:// www. investinganswers.com

348. ARCH and GARCH Models / Bovas Abraham. Dept of Statistics & Actuarial Sciences University of Waterloo, Canada. 2000. – [Електроний ресурс]. – Режим доступу: http://www.math.uwaterloo.ca/~schenour/stat929.pdf.

349. Bachelier, L.,. Théorie de la speculation (in French), PhD Thesis. — NUMDAM: http://www.numdam.org/item?id=ASENS_1900_3_17__21_0, 1900. — ISBN In English in 1971 book 'The Random Character of the Stock Market' Eds. P.H. Cootner.

350. *Baron P.* The investment banking contract for newissues under asymmetric information: Delegation of the incentiveproblem / P. Baron, B. Holmstrom //Journal of Finance. – 1980. – Vol.34. – P.1115–1138.

351. *Beatty R.* Investment banking, reputation, and the under pricing of initial public offerings / R. Beatty, J. Ritter // Journal of Financial Economics. – 1986. – Vol.15. – P. 213–232.

352. *Beck U.* Risk Society. Toward a New Modernity/ U. Beck. – London: Sage Publications, 1992. – 260 p.

353. *Benston G. J.* A Transaction Cost Approach to the theory of Financial Intermediation / Benston G. J., Smith C. W. // Journal of Finance. – 1976. – Vol. 31. – P. 215–231.

354. *Benveniste l.* How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues / l. Benveniste, P. Spindt // Journal of Financial Economics. – 1989. – Vol.24. – P.343–362.

355. *Bernanke, B., Gertler, M. and Gilchrist, S.* (1999). The fi nancial accelerator in a quantitative business cycle framework. In: Taylor, J.B., Woodford, M. (Eds.). Handbook of Macroeconomics. Vol. 1 C. North-Holland. Amsterdam.

356. *Bernanke B.* Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission / Bernanke B., M. Gertler // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – №9. – P. 27–48.

357. *Bernoulli D.* Specimen theoriae novae de mensura sortis. Commentarii Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae / D. Bernoulli. – T.V.: Petropoli, 1738. – P. 175–192.

358. Best's Enterprise Risk Model: A Value-at-Risk Approach / Seabury Insurance Capital, April, 2001. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.casact.org/coneduc/ specsem/erm/2001/handouts/freestone1.pdf.

359. *Brown J.* Eight Trading Superstitions / J. Brown // The Reformed Broker, November 12.2009. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://thereformedbroker.com/books/.

360. *Cohen K.J.* Linear programming and Optimal Bank Asset Management Decisions / K.J. Cohen, F.S. Hammer // Journal of Finance. – 1967. – May. – P. 147–168.

361. *Chahinc S.* Long-run abnormal return after IPOs and optimistic analysts' forecasts / S. Chahinc // International Review of Financial Analysis. – 2004. – Vol.13. – P. 83–105.

362. *Christiano L.J.* The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis / L.J. Christiano, R. Motto // Journal of Money, Credit and Banking. – 2003. – №6. – P. 1119–1198.

363. *Cochrane J.H.* Portfolio Advice for a Multifactor World Economic Perspectives. / J.H.Cochrane // Federal Reserve Bank of Chicago. – 1999b. – №23(3). – P. 59–78.

364. *Cochrane J.H.* New Facts in Finance, Economic Perspectives. / J.H.Cochrane // Federal Reserve Bank of Chicago. – 1999. – №23(3). – P. 36–58.

365. *Commons J.* Institutional Economics / J. Commons // The American economic review. – 1931. – Vol.21. –P.468–657.

366. *Connolly K.B.* Pricing convertible bonds/ K.B. Connolly. – Chichester: John Wiley and Sons, 1998. – 146 p.

367. *Corhay A.* The long-run performance ofMalaysian initial public offerings (IPOs): value and growtheffects / A. Corhay, S. Teo, A. Rad // Managerial Finance. – 2002. – Vol.28. – P. 52–65.

368. *Cornelli E.* Bookbuilding; how informative isthe order book? / E. Cornelli, D Goldreich // The Journal of Finance. – 2001. – Vol. LVI. – №6, December. – P. 2337–2369.

369. *Cornelli E.* Bookbuilding; how informative isthe order book? / E. Cornelli, D Goldreich //The Journal of Finance. – 2003. – Vol. VIII. – №4, August. – P. 1415–1443.

370. *Corwin S.* The determinants of under pricing for seasoned equity offers / S. Corwin // The journal of Finance. – 2003. – Vol. LVIII. –№8, October. – P.2250–2279.

371. *Cox J.* Options Markets. Englewood Cliffs. / J. Cox, M. Rubinstein. – New Jersey. – 1985. – 538 p.

372. *Grossman S., Stiglitz J*. (1980) On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. American Economic Review, 70, pp. 393–408.

373. *Daniel K.* Market Efficiency in an Irrational World / K. Daniel, S. Titman // NBER Working Paper. – 2000. – №8. – P. 74–89.

374. *Das S.* Structured products and hybrid securities / S. Das. – New York: John Wiley & Sons, 2001. – 850 p.

375. *Das S.* Structured Products. Volume1: Exotic options, Interest Rates & Currency Volume 2: Equity, Commodity, Credit & New markets / S. Das. – New York: John Wiley & Sons, 2006. – 540 p.

376. Derivatives Market Surveys [On-line] // World Federation of Exchanges & International Options Market Association: [web-page]. – Access at: http://www.world-exchanges.org/files/statistics.

377. *Diamond, D.,* 1984. Financial intermediation and delegated monitoring. Review of Economic Studies 51, 393±414.

378. Directive2004/39/EC of the European Parliament of the Council of 21 April 2004. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.aecsd.com/common/img/uploaded/files/analytics/regulation/mifid.pdf – Назва з титул. екрану.

379. *Drury C*. Management and Cost Accounting. Fourth edition / *Colin Drury*. – London: International Thomson Business Press, 1996. – 928 p.

380. Dubofsk Y. Derivatives: valuation and risk management. / Y. Dubofsk, A. David, Miller, Jr. Thomas – Oxford University Press, 2003. – 370 p.

381. *Eisenhardt K.* Agency Theory: An Assessment and Review / *K. Eisenhardt* // Academy of Management Review. – 1989. – V.14. – № 1. – P. 57.

382. Estimating and forecasting volatility of stock indices using asymmetric GARCH models and (Skewed) Student-t densities / Jean-Philippe Peters. Ecole d'Administration des Affaires, University of Liege, Belgium, 2001. – [Електроний ресурс]. – Режим доступу: http://www.-eaa.egss.ulg.ac.be/rogp/peters/Data/asgarch.pdf.

383. *Eswar S.* Prasad Role Reversal / S. Eswar // Finance & Development. – 2013, December. – Vol.48. – №4. – P. 30–37.

384. *Evans, D.* (2012) Risk Intelligence. New York: Simon & Schuster.

385. *Fama E.F.* Enceinte capital markets: a review of theory and empirical work / E. F. Fama. – J. Finance 25, 1970. – 22 p.

386. *Fama E.F.* Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies / E.F. Fama, K.R.French // Journal of Finance, 1996. – №6. – P. 55–84.

387. *Geigle D.S.* An artificial neural network approach to the valuation of options and forecasting of volatility / D.S. Geigle, J.E. Aronson // Journal of Computational Intelligence in Finance. – 1999. – 7:6 (November/December). – P. 145–157.

388. German Capital Market Law. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bafin.de.

389. *Geweke J.* Evaluating the accuracy of sampling-based approaches to the calculation of posteriormoments. In J.M. Bernardo, J.O. Berger, A.P. David and A.F.M. Smith (eds.), *Bayesian Statistics 4*, Oxford University Press, Oxford, U.K., – 1992. – P. 169-193

390. *GORTON G., G. PENNACCHI* (1990) "Financial Intermediaries and Liquidity Creation", *Journal of Finance* 45 (1) pp. 49-71

391. *Gurley J.G.* Financial Aspects of Economic Development / J.G. Gurley, E.S. Shaw // American Economic Review. – 1955. – Vol. 45. – № 4 (Sep.). – P. 515.

392. *Healy J.* A Data-Centric Approach to Understanding the Pricing of Financial Options / J. Healy, M. Dixon, B. Read, F. Cai // European Physical Journal. – 2002. – Vol. 27. – №2. – P. 219–227.

393. *Hernandez R.J.* An Economic analysis of Structured products. A dissertation submitted in partial fulfillment o the requirements for the degree of Doctor of Philosophy / R.J. Hernandez. – Arkansas: University of Arkansas, 2007. – 154 p.

394. High Frequency Trading. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.highfrequencytraders. com.

395. *Hubbard R. G.* Money, the financial system, and the economy / R. G. Hubbard – [4th ed.]. – Addison Wesley, 2001. – 832 p.

396. *Hutchinson J.* A Nonparametric Approach to Pricing and Hedging Derivative Securities Via Learning Networks / J. Hutchinson, A. Lo, T. Poggio // Journal of Finance. – 1994. – Vol. 49. – №3, July. – P. 851–889.

397. *Ibbotson R.* Hot issue' markets / R. Ibbotson, J. Jaffe // Journal of Finance. – 1975. – Vol.30. – P. 1027–1042.

398. IPO для украинских компаний: нелёгкие деньги. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.prostobiz.ua/biznes/razvitie_biznesa/stati/ipo_dlya_ukrainskih_kompaniy_nelyogkie_dengi, 2011. – название с титул. экрана.

399. *Jacobsen B.* Seasonal, Size and Value Anomalies / Ben Jacobsen, Abdullah Mamun, Nuttawat Visaltanachoti // Social Science Research Network. – August 2005. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=784186

400. *Jenkinson T.* Bids and allocations in European IPObookbuilding / T. JenkinsonT., H. Jones // The Journal of Finance. 2004. – Vol. IJX. – №5, October. – P. 2309–2338.

401. *Jenkinson T.* IPO pricing and allocation: a surveyof the views of institutional investors / T. Jenkinson, H. Jones // Review of Financial Studies. – 2009. – Vol.22. – Issue 4. – P. 1477–1504.

402. *Jenkinson T.* Why are EuropeanIPOs so Rarely Priced Outside the Indicative Price Range? / T. Jenkinson, A. Morrison, W.Wilhelm // Journal of Financial Economics. – 2006. – Vol.80. – Issue 4. – P. 185–209.

403. *Johnson H.* Financial institutions and markets. A global perspective / H. Johnson. – McGraw-Hill Education, 1993. – 584 p.

404. *Kat H.M.* Structured equity derivatives: the definitive guide to exotic options and structured notes / *H.M. Kat //* John Wiley & Sons Ltd. – 2001. – P. 238–254.

405. *Keim D.B.* Financial Market Anomalies / D.B. Keim // Chapter for the New Palgrave Dictionary of Economics, 2nd Ed. – 2006 April. – P. 52–68.

406. *Keloharju M.* The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in Finland / M. Keloharju //Journal of Financial Economics. – 1993. – Vol.34. – P. 251–277.

407. *Kim S., Shephard N., Chib S.* Stochastic volatility: likelihood inference and comparison with ARCH models //Review of Economic Studies. – 1998. – Vol. 65, – P. 361–393.

408. *Kitamura T.* Pricing Options Using Neural Networks / T. Kitamura, S. Ebisuda. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.icmacentre.ac.uk/files/discussion-papers/DP2011-18.pdf

409. *Knop R.* Structured Products : A Complete Toolkit to Face Changing Financial Markets / R. Knop. – New York: John Wiley & Sons, 2002. – 202 p.

410. *Kuhn T.* The Structure of Scientific Revolutions / T. Kuhn. – Chicago:University of Chicago Press,. – 1970. – 168 p.

411. *Ljungqvisr A.* Pricing initial public offerings: further evidence from Germany / A. Ljungqvisr // European Economic Review. – 1997. – Vol.41. – P. 1309–1320.

412. *Lohr E.* Nationalizing the Russian Empire. The Campaing against Enemy Aliens during World War / E. Lohr. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2003. – 94 p.

413. *Loughran T.* Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? / T. Loughran, J. Ritter // Review of Financial Studies. – 2002. – Vol.15. – P.413–444.

414. *Loughran T.* Why has IPO under pricing changeover time? / T.Loughran, J. Rirter // Financial Management. 2004. – Vol.33.. – №3.. – P. 5–37.

415. *Markowitz H.M.* (1959). Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments: monograph – New York: John Wiley & Sons, 1959. – 356 p.

416. *Marshall A.* Principles of Economic Sciences / A. Marshall; [foreword. John Maynard Keynes, trans. from English V. I. Bomkina, V. T. Rysina, R. I. Stolper]. – Moscow : Eksmo, 2008. – 832 p. – (Anthology of economic thought).

417. *Menger. C.* The Theory of Value. Albuquerque / C. Menger. (N. Хутро.). – 1985. – P. 115.

418. *Michael J.* Dempsey. A Multidisciplinary Perspective on the Evolution of Corporate Investment Decision Making/ J. Michael // Accounting, Accountability & Performance. – Volume 9, Number 1, 2003.

419. *Miller E.* Risk, uncertainty, and divergence of opinions / E. Miller //Journal of Finance. – 1977. – Vol.32. – P. 1151–1168.

420. *Michaud R.* Investment Styles, Market Anomalies, and Global Stock Selection / R. Michaud // Research Foundation of the ICFA: AIMR. – 1999. – 180 p.

421. *Michie R.* The London Stock Exchange / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2004. – 68 p.

422. *Mishkin F.* The Economics of Money, Banking and Financial Markets / Frederic Mishkin. – [9th ed.]. – Prentice Hall PTR, 2009. – 756 p.

423. *Mola S.* Discounting and Clustering in Seasoned Equity Offering Prices / S. Mola, T. Loughran // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2004. – Vol.39. – March. – P. 1–23.

424. *Nagle T.T.* The Strategy and Tactics of Pricing: A. Guide to More Profitably / T.T. Nagle, J.E. Hogan. – [4th ed.]. – New Jersey : Pearson/Prentice-Hall, 2006. – 349 p.

425. Nev York Stock Exchange Euronext. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nyse.com

426. *Osborne*. The Random Character of Stock Market Prices /Osborne, M. F. M. "Brownian Motion in the Stock Market" in P.Coother, ed. – Cambridge : MIT Press, 1964. – 132 p.

427. *Raghubir P* The Psychology of Financial Decision Making: A Case for Theory-Driven Experimental Inquiry / P. Raghubir, S. Das // Financial Analysts Journal (Special Issue on Behavioral Finance). – 1999, November. – P. 56–80.

428. *Ritter J.* Differences between European and American IPO Markets / J. Ritter // European Financial Management. – 2003. – Vol.9. – №4. December. – P.421–434.

429. *Ritter J.* The Hot ssue Market of 1980 / J. Ritter // The Journal ofBusiness. 1984. – Vol. 57. – № 2 (April). – P. 215–240.

430. *Ritter L.* Principles of Money, Banking, and financial Markets / L. Ritter, W. Silber, G. Udell – [12th ed.]. – Prentice Hall, 2008. – 672 p.

431. *Rock K.* Why new issues are underpriced / K. Rock // Journal of Financial Economics. – 1986. – Vol.15. – P.187–212.

432. *Rose P.* Money and Capital Markets : Financial Institutions and Instruments in a Global Marketplace / P. Rose. – 10th ed., internat. ed. – Boston, Mass. [u.a.] : McGraw-Hill, 2009. – 767 p.

433. *Ross S.* Corporate finance / S. Ross, R. Westerfield, J. Jaffe. – 4-th. ed. – Chicago: McGraw-Hill Companies, 1996. – 1080 p.

434. *Ross S.* The Economic Theory of Agency; The Principal Problem/ S. Ross // American Economic Review. – 1973. – Vol. 63. – P. 134.

435. *Scholes M.* The market for securities: substitution versusprice pressure and the effects of information on share prices / M. Scholes // Journal of Business. – 1972. – №45. – P. 179–211.

436. *Schwert G.W.* Anomalies and Market Efficiency / G.W. Schwert // Simon School of Business Working Paper. – October 2002. – № FR 02-13. – P. 94–102.

437. *Schumpeter J. A.* Business cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Anal-ysis of the Capitalist Process / J. A. Schumpeter. – New York, Toronto, London : Mc Graw-Hill Book Company, 1939. – 461 p.

438. *Schuster J.* IPOs: insights from seven European countries.Working paper / J.Schuster. – London: School of Economics, 2003. – 64 p.

439. *Segal, S.* (2011) Corporate Value of Enterprise Risk Management. New York: John Wiley & Sons.

440. *Smith C.* Alternative methods for raising capital. Rights versus underwritten offerings / C. Smith // Journal of Financial Economics. – 1977. – №5. – P. 288.

441. *Smithson C.* Song, Shan.Extendet Family / C. Smithson // Risk Magazine. – 1995. –Vol.8. – P.52–53.

442. *Stiglitz J.E.* Information and the Change in the Paradigm in Economics / J.E. Stiglitz // The American Economist. – 2003. – Vol. 47. – № 2. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/17485/mod_resource/content/1/CHY%20-%20Stiglitz%20-%20Aula%205.pdf.

443. *Stoimenov P.* "Are structured products failry priced? An analysis of the German market for equity – linked instruments" / P. Stoimenov, S. Wilkens // Journal of Banking & Finance. – 2005. – Vol. 21(12). – P. 2971–2993.

444. Swiss Structured Product Association. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.sspa-association.ch/home/produkttypen.aspx?lang=en

445. *Tang R.* Transfer pricing in the 1990's / *R. Tang* // Management Accounting (USA). – 1992. – February. – P. 22–26.

446. *Teoh S.* Earnings management and thelong-run market performance of initial public offerings / S. Teoh, I. Welch, T. Wong // Journal of Finance. –1998. – Vol.53. – P. 1935–1974.

447. *Thomsett, M. C.* Mastering Fundamental Analysis: How to Spot Trends and Pick Winning Stocks Like the Pros. [Текст] / – Dearborn Financial Publishing, Inc., 1998. p. 256.

448. *Tinic S.* Anatomy of initial public offerings or common stock / S. Tinic //Journal of Finance. – 1988. – Vol.43. – P.789–822.

449. Triennial and semiannual surveys: OTC derivatives statistics [Online]// Bank for International Settlements: [web-page]. – Access at:http://www.bis.org/publ/otc.

450. *Welch I.* Sequential sales, learning, and cascades / I. Welch //Journal of Finance. – 1992. – Vol.47. – P.695–732.

451. *Wystup U.* FX Options and structured products / U. Wystup. – New York: John Wiley & Sons Ltd, 2006 – 323 p.

452. *Yao J.* Option Price Forecasting Using Neural Networks / J. Yao, Y. Li, L. Tan // Omega. – 2000. – Vol. 28. – №4, August. – P. 455–466.

ДОДАТКИ

Додаток А

Цінові процедури біржового ціноутворення[1]

№	Назва процедури	Характеристика процедури
1.	Лістинг	Допуск цінних паперів до котирування на біржі
2.	Котирування цінних паперів	це механізм виявлення ціни, її фіксація протягом кожного дня роботи біржі і публікація в біржових бюлетенях
3.	Встановлення біржового курсу	Встановлюється на біржі на основі попиту і пропозиції ціна (курс), за якою укладаються угоди, і цінні папери переходять з рук у руки. Біржовий курс використовується як орієнтир при укладенні угод як у біржовому, так і в позабіржовому обігу
2.	Встановлення індексу курсу акцій (фондового індексу)	Обраховується множенням кількості акцій на вартість акцій
3.	Купівля акцій	Операція, яка передбачає придбання деякої кількості акцій у розрахунку на зростання її курсу з наступним продажем за більш високою ціною
4.	Аналіз акцій (економічний, галузевий, фундаментальний, технічний)	Процес збору і обробки інформації для визначення вартості акції
5.	Оцінка вартості акції	Під процедурою оцінки вартості акції розуміють чітке визначення виду вартості акції (номінальна, емісійна, балансова, інвестиційна, ліквідаційна, розрахункова), який підлягає оцінці
6.	Визначення ринкової ціни акції	Це процес визначення ринкової вартості акції на основі очікуваних ризиків і передбачуваних доходів
7.	Заключення угоди	Встановлення остаточної ціни з урахуванням надбавок (премій), знижок до неї.

[1] Цінова процедура в біржовому ціноутворенні – це інструмент механізму ціноутворення, який бере безпосередню участь у ціноутворенні при торгівлі цінними паперами на біржі. Процедури ціноутворення в біржовій торгівлі стандартизовані, тісно пов'язані між собою і залежать від виду фінансового інструменту, який торгується на біржі. Крім цього, процедури ціноутворення [1] - чітко регламентовані (за корпоративними і державними цінними паперами; правилами торгівлі) і вільні (за окремими видами цінних паперів (опціонами, варантами)) та торговельними площадками. Під процедурами біржового ціноутворення слід розуміти цілеспрямовані дії (систему дій), спрямовані на встановлення ціни (курсу) цінних паперів на біржі.

Продовження додатку А

Лістинг, котирування акцій, встановлення біржового курсу, встановлення фондових індексів притаманні біржовому ціноутворенню, яке передбачає при встановленні курсу дотримання певних правил: біржовий курс встановлюється на рівні, що забезпечує найбільшу кількість угод; заявки «продати за будь-яким курсом», «купити за будь-яким курсом» здійснюються тільки після першої пропозиції ціни; здійснення заявок, що містять максимальні ціни під час купівлі і мінімальні під час продажу; заявки, в яких зазначаються ціни, що наближаються до максимальних при купівлі і мінімальних при продажу, можуть реалізовуватися частково; заявки, де зазначені ціни нижче бажаного курсу під час купівлі або вище при продажу, не реалізуються.

Аналізуючи дані реєстрації угод і заявки інвесторів, котирувальна комісія визначає верхній і нижній рівень цін за видами цінних паперів. При цьому вона виключає ціни, непоказові для ринкової кон’юнктури. Але є цінні папери, якими не торгують на організованому ринку цінних паперів, придбати або продати які можливо тільки на позабіржовому ринку.

Додаток Б

Рис.В. Класифікація фундаментальних факторів впливу на ціни ринку цінних паперів (за Я.М. Міркіним[1])

[1] *Миркин Я.М.* Российский рынок ценных бумаг (Влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития) : дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Яков Моисеевич Миркин; Финансовая академия при Правительстве Российской федерации. – М., 2003. – 575 с.