

ТЕРНОПІЛЬСЬКА АКАДЕМІЯ НАРОДНОГО ГОСПОДАРСТВА

**СОХАЦЬКА Олена Миколаївна**

УДК 339.727

**Ф'ЮЧЕРСНІ РИНКИ:  
ГЛОБАЛЬНІ ТЕНДЕНЦІЇ ТА СТАНОВЛЕННЯ В УКРАЇНІ**

Спеціальність 08.05.01. – Світове господарство і міжнародні економічні відносини

**АВТОРЕФЕРАТ**  
дисертації на здобуття наукового ступеня  
доктора економічних наук

Тернопіль – 2003

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана на кафедрі менеджменту Інституту міжнародного бізнесу та менеджменту Тернопільської академії народного господарства Міністерства освіти і науки України

Науковий консультант

доктор економічних наук, професор,  
академік НАН України,  
**ЧУХНО Анатолій Андрійович**,  
Київський національний університет  
імені Тараса Шевченка,  
професор кафедри економічної теорії

Офіційні опоненти

доктор економічних наук, професор,  
академік НАН України,  
**ПАХОМОВ Юрій Миколайович**,  
Інститут світової економіки і міжнародних  
відносин НАН України,  
директор

доктор економічних наук, професор  
**ФІЛІПЕНКО Антон Сергійович**,  
Інститут міжнародних відносин  
Київського національного університету  
імені Тараса Шевченка,  
завідувач кафедри світового господарства та міжнародних  
економічних відносин,  
науковий консультант Президента України

доктор економічних наук, професор  
**ШКОЛА ІГОР МИКОЛАЙОВИЧ**,  
Чернівецький торговельно-економічний інститут  
Київського національного торговельно-економічного  
університету Міністерства освіти і науки України,  
завідувач кафедри економіки, підприємництва та  
менеджменту  
**Київський національний економічний університет  
Міністерства освіти і науки України**,  
кафедра міжнародного менеджменту, м. Київ

Провідна установа

Захист відбудеться “\_\_\_” \_\_\_\_\_ 2003р. о \_\_\_ годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 58.082.01 Тернопільської академії народного господарства за адресою: 46004, м. Тернопіль, вул. Львівська 11, аудиторія 1219.

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці Тернопільської академії народного господарства за адресою: 46004, м. Тернопіль, вул. Львівська, 11

Автореферат розісланий ”\_\_\_” \_\_\_\_\_ 2003р.

В.о. вченого секретаря  
спеціалізованої вченої ради  
доктор економічних наук, доцент



Я.Д. Крупка

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми.** Теоретичне обґрунтування майбутнього розвитку світової економіки, визначення цілей національної політики щодо управління сподіваннями учасників ринків та їх економічною активністю, неможливо здійснити без урахування змін на міжнародних ф'ючерсних ринках, що відбуваються останнім часом. Досить сказати, що десять років тому європейського ринку похідних фінансових інструментів не існувало, а сьогодні за своїми обсягами він переважає аналогічний ринок США, який функціонує більше 150 років.

У відповідь на підвищення нестабільності світових ринків спостерігається стрімке зростання кількості та обсягів укладених ф'ючерсів, простих, складних та екзотичних опціонів, свопів, їх гібридних і синтетичних комбінацій. Використання цих інструментів надає принципово нові можливості щодо отримання доходу та управління ризиками. Запровадження розподільчих систем торгівлі, широке використання Internet, уніфікація клірингових систем розрахунків на біржових та позабіржових ринках, вертикальне інтегрування цих ринків, конструювання нових електронних (криптографічних) інструментів посилюють процеси дисинтермедіації – усунення посередників при проведенні фінансових операцій, та в цілому індивідуалізацію соціуму на фоні глобалізації ринків. Сучасні системи електронної торгівлі дозволяють будь-якому індивідуальному інвестору брати участь у біржовій ф'ючерсній торгівлі. Ф'ючерсні ринки настільки змінили масштаби, структуру і механізми функціонування в цілому глобального ринкового середовища, що стали однією з причин виникнення нової сфери фінансової діяльності – фінансової інженерії.

Теоретичне осмислення цих процесів зумовило існування різних, навіть протилежних, концепцій та точок зору, причому у багатьох аспектах продукування та апробації інноваційних ідей біржові трейдери випереджають науковців.

Вивчення ф'ючерсних ринків розпочинали у першій половині ХХ-го ст. представники неокласичної школи А.Маршалл, Дж. М.Кейнс, Дж. Гікс та їх послідовники Г.Гофман, Н.Калдор, Г.Блау, Г.Воркінг. Найвідомішими сучасними зарубіжними дослідниками є Ф.Шварц, Дж. Маршалл, В.Бансал, Р.Брейлі, С.Майєрс, Ф.Фабоцці, Ф.Мишкін, Дж. Фіннерті, Дж. Трейнор, Р. Колб, Дж. Лінтнер, Дж. Крістофер, Д.Ш. Ковні, К. Таккі, М.Страйт, Л. Гітман, М. Джонк, О. Елдер, А.Ерліх, Дж. Мерфі, Ф. Хорн, Л.Джонсон, Ж. Перар, Е. Роде, М. Енг, Ф. Ліс, Дж. Сорос, Ф.Рут, Ф.Блейк, лауреати Нобелівської премії в галузі економіки В.Шарп, М.С.Шоулс, Р.Мертон, В. Сміт.

Досі дискусійними та недостатньо вивченими залишаються проблеми моніторингу та моделювання ф'ючерсної торгівлі, управління ризиками на макро- та мікрорівнях, обґрунтування існування ризик-премії, доречності різних видів хеджування, економічної інтерпретації отриманої вигоди, аналітичної цінності статистики міжнародних ф'ючерсних ринків. Гострі дискусії ведуться навколо впливу строкового сегменту в цілому та ф'ючерсних ринків зокрема на майбутній розвиток світового економічного середовища.

Зарубіжна економічна література базується на формально-аксіоматичних лінійних моделях, побудованих на концепціях ринкової рівноваги та раціональних сподіваннях учасників. Ці економіко-математичні моделі не дають пояснення ні

існуванню ринкових трендів, ні часу їх зародження та зміни. На самому рубежі третього тисячоліття народжується новий напрям дослідження, який отримав назву нелінійної парадигми. Його фундатори Б.Мандельброт та Е.Петерс вивчають фінансові ринки як нелінійні хаотичні системи з усією їх складністю та непередбачуваністю. Вони використовують такі найновіші досягнення математики та фізики, як фрактальну геометрію, теорію детермінованого хаосу, клітинні автомати, нейронні мережі, нечітку логіку. Цей напрям входить до синергетичного методу у економічних дослідженнях, засновники якого Т.Хакен, І.Пригожин головним при вивченні відкритих нерівноважних систем вважали дослідження неупорядкованості, нестійкості як передумови їх стабільного розвитку. Присудження Нобелівської премії з економіки психологу Д.Канеману (2002) узаконило вихід за рамки формально-аксіоматичних моделей, слабо пов'язаних з реальною поведінкою учасників ринку, підтвердило факт визнання значимості психологічних характеристик цієї поведінки, про що уже багато десятиліть говорили біржові практики. Тому так важливо для теорії дослідити міжнародні ф'ючерсні ринки саме з позицій їх нестійкості, хаотичності, за допомогою яких забезпечується одночасно динамічність і стабілізація світової економіки.

Особливої актуальності набувають проблеми становлення ф'ючерсних ринків у перехідних економіках. В Україні вони особливо загострюються, оскільки всі спроби їх запровадження були невдалими. Ринки основних активів є неліквідними, рівень концентрації капіталу незначним, інструменти прогнозування майбутніх цін та страхування ризиків відсутні.

Міжнародні ф'ючерсні ринки вивчають вітчизняні дослідники: І.Бланк, В.Будкін, З.Васильченко, П.Гайдуцький, Б.Губський, В.Загорський, Е.Єщенко, М.Колісник, О.Кузьмін, О.Лактіонов, Д.Лук'яненко, О.Малюга, Г.Машлій, С.Матросов, О.Мозговий, С.Мочерний, В.Міщенко, С.Науменкова, Е.Найман, Ю.Пахомов, О.Плотніков, А.Поручник, Л.Примостка, П.Саблук, Є.Савельєв, М.Солодкий, В.Суторміна, В.Федосов, А.Філіпенко, А.Чухно, О.Шпичак, О.Шаров, Ю.Шаповалов, В.Ющенко. Серед вчених та практиків близького зарубіжжя заслуговують на увагу роботи А.Афанасьєва, А.Буреніна, В.Галанова, Г.Грязнової, О.Дегтярьової, Р.Жукова, К.Іванова, О.Кандінської, О.Кирєєва, С.Матросова, Я.Міркіна, Д.Михайлова, Д.Солов'йова, К.Пензина, Н.Рязанова, А.Фельдмана, І.Чадіна, В.Черкасова, А.Шведова, Е.Уткіна.

Однак, слід зазначити, що більшість робіт висвітлює лише окремі аспекти їх функціонування. У науковому середовищі сама ідея їх становлення вважається передчасною, дослідження складних процесів, що відбуваються на міжнародних ф'ючерсних ринках майже не проводяться. Державні програми реформування економіки не передбачають становлення ф'ючерсних ринків. У вузах не здійснюється підготовка фахівців, обізнаних з технологіями та стратегіями інвестування на цих ринках.

Сьогодні можна констатувати той факт, що в Україні повільними темпами відбувається відновлення біржової культури та наукової школи, формується нове покоління біржовиків, здатних ефективно діяти на ф'ючерсних ринках. В той же час світове ринкове середовище висуває підвищені вимоги до рівня кваліфікації національної фінансової еліти, від якої вимагається вміння використання інформації про мінливу ситуацію на світових фінансових ринках, готовність до сприйняття фінансових інновацій та ризиків.

Вагомість зазначених проблем, необхідність їх вирішення та актуальність зумовили вибір теми дослідження та окреслили коло питань, які в ньому вивчаються.

***Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.***

Дисертація виконана в межах планів науково – дослідних робіт кафедри менеджменту Тернопільської академії народного господарства в якості самостійної теми М–30–01 “К” “Ф” ючерсні ринки: передумови та напрями становлення в Україні” з державним реєстраційним номером 0101И002356 (Протокол №12 від 28.12.2000р.), одноосібним виконавцем якої була здобувач.

***Мета дослідження*** полягає у теоретичному узагальненні, обґрунтуванні методологічних та методичних засад функціонування міжнародних ф’ючерсних ринків, виявленні глобальних тенденцій їх розвитку та виробленні концептуальних підходів до їх становлення в Україні.

Поставлена мета зумовила вирішення сукупності таких основних завдань:

- обґрунтування методологічних засад дослідження міжнародних ф’ючерсних ринків;
- узагальнення, систематизація та критичний аналіз теоретичного матеріалу та практичного досвіду функціонування міжнародних ф’ючерсних ринків;
- уточнення ролі та місця міжнародних ф’ючерсних ринків у світовому фінансовому середовищі, виявлення глобальних тенденцій їх розвитку;
- поглиблення економічної теорії функціонування ф’ючерсних ринків через вдосконалення категорійно–понятійного апарату та висунення гіпотези функціонування ф’ючерсних ринків;
- дослідження основних інструментів міжнародних ф’ючерсних ринків для вироблення методики їх використання національними трейдерами;
- обґрунтування концептуальних засад процесів ціноутворення на міжнародних ф’ючерсних ринках;
- визначення структури аналітичного процесу ф’ючерсних цін через використання фундаментального та технічного аналізу;
- дослідження клірингу та системи фінансових гарантій міжнародних ф’ючерсних ринків для вирішення проблем уніфікації та гармонізації цих вимог до національних біржових ринків;
- обґрунтування економічної ролі біржової спекуляції та хеджування цінових ризиків як інвестиційних технологій міжнародних ф’ючерсних ринків;
- визначення причин, що породжують протиріччя та гальмують процес становлення ф’ючерсних ринків в Україні;
- вироблення концепції становлення ф’ючерсних ринків в Україні в контексті інтеграції у світове ринкове середовище.

***Об’єктом дослідження*** є процеси функціонування міжнародних ф’ючерсних ринків в системі глобального фінансового середовища. Досліджувалась діяльність 50 міжнародних ф’ючерсних та опціонних бірж.

***Предметом дослідження*** є глобальні тенденції розвитку міжнародних ф’ючерсних ринків та їх вплив на інтеграцію України у світовий економічний простір.

***Методи дослідження.*** Для досягнення поставленої мети роботи використано низку загальнонаукових та спеціальних методів дослідження, взаємопов’язаних та

послідовно застосовуваних у загальній логіці аналізу: діалектичний метод пізнання, наукової абстракції, індукції та дедукції, системний (визначення економічної сутності ф'ючерсних ринків, їх ролі та місця у глобальному фінансовому середовищі), метод порівняння та синтезу (аналіз концепцій ціноутворення), історико-логічний (аналіз еволюції основних теорій ф'ючерсних ринків), класифікаційно-аналітичний (визначення класифікаційних ознак для фінансових інструментів та біржових товарів); статистичні методи аналізу, графічний (виявлення глобальних тенденцій розвитку ф'ючерсних ринків), економіко-математичне моделювання, прогнозування, метод екстраполяції, синергетичний (аналіз міжнародних ф'ючерсних ринків як нелінійних хаотичних систем та висунення гіпотези фрактальності функціонування ф'ючерсних ринків).

Інформаційною базою дослідження стала наукова монографічна література, статті зарубіжних та вітчизняних вчених у періодичних виданнях, законодавчі та нормативні акти зарубіжних держав та України, результати наукових досліджень вітчизняних та зарубіжних наукових центрів, матеріали світових провідних інформаційних агенцій, Internet, міжнародних ф'ючерсних бірж, офіційні публікації Банку міжнародних розрахунків, статистичні матеріали за проблематикою дисертації.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у системному обґрунтуванні теоретико-методологічних засад та прикладних аспектів функціонування міжнародних ф'ючерсних ринків, виявленні глобальних тенденцій розвитку та виробленні концепції їх становлення в Україні в контексті інтеграції до світового економічного середовища.

Основні результати, що виносяться на захист:

- розкрито сутність ф'ючерсних ринків, яка у формулюванні автора, на відміну від існуючих підходів, полягає у трактуванні їх як ринків зобов'язань (ф'ючерси) та прав (опціони), які знаходяться в обігу окремо від базових активів, що дає можливість формувати майбутні ціни на ці активи, підвищувати інформаційну насиченість ринку, створювати можливості для трансферту ризику, одночасно динамізуючи та стабілізуючи розвиток світової економіки;

- визначено місце функціонування ф'ючерсних ринків у складі міжнародного строкового фінансового ринку окремо від первинного та вторинного обігу активів. Для ідентифікації останнього запропоновано категорію *третинного ринку*, як системи міжнародних економічних відносин між суб'єктами господарювання та державами з приводу зменшення цінової невизначеності, пов'язаної з фактором часу на ринку базових активів, через укладання строкових фінансових контрактів, у яких вартісна оцінка величини зобов'язань та прав одного із контрагентів фіксується в момент укладання, а іншого – походить від вартості базового активу;

- виявлено глобальні тенденції розвитку міжнародних ф'ючерсних ринків, що докорінно змінили міжнародне фінансове середовище, до яких автором віднесено: суттєве зростання обсягів торгівлі ф'ючерсами та опціонами з фінансовими інструментами, конструювання та запуск яких сприяє виникненню нової діяльності на ринках – *фінансової інженерії*; кардинальні зміни у біржовій інфраструктурі (електронні торги, створення панєвропейського сегменту, злиття та консолідація бірж, відхід від їх традиційного неприбуткового статусу); переважаючий розвиток позабіржового сегменту та його зближення з біржовим через уніфікацію клірингових систем; посилення хеджевого характеру ринку; здійснення заходів щодо міжнародного

регулювання, його гармонізації та уніфікації; переорієнтацію фінансового бізнесу з реального ринку на ф'ючерсний. Аргументовано, що прискорений розвиток міжнародних ф'ючерсних ринків є закономірністю сучасної глобальної економіки, оскільки відбувається у відповідь на підвищення нестабільності ринків;

- удосконалено методологічну базу дослідження проблем міжнародних ф'ючерсних ринків. Зокрема запропоновано: необхідний категорійний апарат, розроблено класифікацію біржових товарів, з включенням до відомого переліку окремої додаткової групи фінансових інструментів, які можуть обертатися на ринку у вигляді цінних паперів та контрактів; доповнено класифікацію фінансових інструментів відповідно до вимог фінансової інженерії, проведено розмежування понять строкові фінансові інструменти, похідні фінансові інструменти та похідні цінні папери; на відміну від існуючих в Україні підходів обґрунтовано, що біржові ф'ючерсні та опціонні контракти належать до фінансових інструментів у формі контрактів, і одночасно відповідають двом класифікаційним ознакам –строковість поставок та/або розрахунків та похідність цін;

- виявлено недосконалість таких основних теорій ф'ючерсних ринків, як неокласичні гіпотези раціональних сподівань, інформаційної ефективності ринків, випадкових блукань, які не завжди можуть пояснити механізм їх функціонування та запропоновано гіпотезу фрактальності ф'ючерсного ринку. Обґрунтовано існування ф'ючерсного ринку у вигляді фракталів простору (цінові графіки за різні періоди фіксації цін) та часу (інвестиційні горизонти учасників), які є самоподібними у загальному вигляді і відмінними у локальному;

- з'ясовано причину віднесення ф'ючерсних ринків до віртуальних самодостатніх спекулятивних фінансових “бульбашок” та аргументовано неправомірність такого підходу, оскільки на них не відбувається переоцінка вартості активів, як на фондових, валютних, нерухомості тощо. На підставі цього запропоновано внести зміни у систему показників міжнародної статистики цих ринків через додаткове врахування маржевих внесків, премій за опціони та сум, сплачених при ліквідації контрактів;

- розкрито подвійну природу ф'ючерсного контракту, яка полягає у наданні надійних матеріальних гарантій укладених угод та можливості здійснення спекулятивних інвестицій у контракти на пред'явника, забезпечені реальними активами. Доведено, що можливість поставки та сама поставка виконують важливу економічну функцію – забезпечують зв'язок ф'ючерсного ринку з ринком реальних активів, збагачують єдиний ринок часовим механізмом, який починає працювати з моменту укладання контракту і зупиняється у момент поставки;

- визначено особливості опціонного контракту, як такого, що одночасно має дискретний характер існування та лінійний ціновий профіль у будь – якому періоді у майбутньому, що дозволяє при інвестуванні отримувати доходи незалежно від майбутньої динаміки цін. Запропоновано використання так званих реальних опціонів у корпоративному управлінні, за допомогою яких можна вирішувати широкий спектр завдань від інвестиційних до мотивації менеджерів;

- аргументовано, що дві існуючі у зарубіжній науці концепції ціноутворення ф'ючерсних цін, неокласична та її різновид арбітражна є формально-аксіоматичними і

потребують уточнення шляхом використання новітніх напрацювань із сфери психологічної економіки, зокрема врахування поведінки біржового середовища;

- обґрунтовано економічну роль біржових трейдерів - спекулянтів, як інвесторів, кошти яких забезпечують ліквідність ф'ючерсного ринку та аргументовано, що саме існування спекулянтів, які вкладають власні кошти у цінові прогнози, дозволяє іншій групі учасників – хеджерам здійснювати страхування цінових ризиків реальних активів. Запропоновано узагальнену методику укладання спекулятивних угод, що ґрунтується на дотриманні визначеної тактики торгів, врахуванні психологічних аспектів поведінки біржового середовища, контролю над власним капіталом та шляхи її реалізації українськими інвесторами на міжнародних ф'ючерсних ринках;

- розроблено алгоритм проведення хеджевих операцій на міжнародних ф'ючерсних біржах, який включає ідентифікацію ризиків, отримання їх часової характеристики та типу, а також можливість вибору методів страхування цінових ризиків;

- обґрунтовано доцільність становлення в Україні ф'ючерсних ринків основних активів, як необхідних інструментів макроекономічного регулювання економічної активності суб'єктів господарювання при формуванні сподівань щодо майбутньої економічної кон'юнктури. Запропоновано цілісну концепцію із включенням таких першочергових та постійних дій і заходів, як координацію зусиль із зацікавленими державами та міжнародними організаціями, вдосконалення правового поля та його гармонізацію з європейським, законодавчий дозвіл біржової спекуляції на міжнародних та національних біржах, організацію підготовки кадрів, участь самої держави на ф'ючерсному ринку для формування держзамовлень, хеджування бюджетних коштів, регулювання відсоткових ставок тощо.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає в тому, що отримані наукові результати використовуються і можуть у подальшому використовуватися у процесі доопрацювання біржового законодавства в Україні. Запропоновані у роботі рекомендації щодо внесення змін та доповнень у існуючі законодавчі акти та законопроекти, які регулюють строковий біржовий ринок в Україні, а також прийняття нової Концепції становлення ф'ючерсних ринків основних активів зможуть спростити процеси гармонізації національного економічного права до вимог міжнародного при вступі до міжнародних організацій.

Наукові напрацювання автора, практичні висновки та пропозиції використані Комітетом Верховної Ради України з питань фінансів і банківської діяльності при доопрацюванні та узгодженні законопроектів "Про строкові фінансові інструменти" та „Про товарну біржу” із Законом України „Про цінні папери та фондову біржу” (довідка № 07/03 від 09. 09.03)

Пропозиції щодо напрямів становлення в Україні ф'ючерсних ринків основних активів та її адаптації до економіки Європейського Союзу використані при написанні рекомендацій та аналітичних записок третьої, четвертої, шостої та сьомої міжнародних наукових конференцій “ Проблеми економічної інтеграції України у Європейський Союз”, організованих Тернопільською академією народного господарства та Університетом ім. Гете м. Франкфурту-на-Майні (Німеччина) (акти про впровадження результатів науково-дослідної роботи від 16.02.99, № 126-17/69 від 02.02.00, № 126-17/1034 від 25.11 02, № 126-17/116 від 12.02.02).

Практична значимість дослідження полягає у використанні матеріалів дослідження при виробленні статутних документів та контрактів Тернопільської та



Української аграрної бірж (1995), при підготовці в рамках програми ДКЦПФР 300 сертифікованих фахівців фондового ринку для західного регіону України (довідка №256 від 22.12.97), молодших спеціалістів за спеціальністю “Біржова діяльність” у Чернівецькому економіко-промисловому технікумі (довідки №329-330 від 14.07.03), підготовки та перекваліфікації кадрів, проведенні аналізу біржового ринку, виробленні нормативної документації Буковинської універсальної біржі (довідка №81/01 від 02.07.01).

Отримані висновки та результати дослідження застосовуються автором при викладанні дисциплін “Теорія і практика біржової справи”, “Інвестиційний менеджмент”, “Ринок цінних паперів”, “Корпоративне управління”, “Фінансовий ринок”, “Управління портфелем цінних паперів” у Тернопільській академії народного господарства, (довідка № 126-29/681 від 01.09.03); “Ринок фінансових послуг”, “Інвестування і ринок цінних паперів”, “Біржова і брокерська діяльність” у Інституті економіки та підприємництва м. Тернопіль (довідка №85 від 10.07.03) та Національному університеті “Острозька академія” (довідка №20 від 07.07.03).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є самостійно виконаною працею, в якій викладено авторський підхід щодо методології дослідження міжнародних ф'ючерсних ринків, виявлення глобальних тенденцій їх розвитку та виробленні концептуальних підходів до їх становлення в Україні в контексті інтеграції до світового економічного середовища. Усі відображені в дисертації висновки та положення наукової новизни, які виносяться на захист, одержані автором особисто, а з наукових праць, опублікованих у співавторстві, використані лише ті ідеї та положення, що є результатом особистих напрацювань.

**Апробація результатів дисертації.** Результати дисертаційного дослідження доповідалися та обговорювалися на 16 міжнародних, всеукраїнських науково-теоретичних та науково-практичних конференціях, семінарах та симпозіумах, зокрема на 5 традиційних міжнародних конференціях “Проблеми економічної інтеграції України у Європейський Союз”, організовуваних Тернопільською академією народного господарства за підтримки TEMPUS TASIS у 1998-2002 роках у м. Ялта – Форос. Тематика конференцій: “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: регіональні і соціально – економічні аспекти” (1998); “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: інвестиційні аспекти” (1999); “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: європейські студії” (2000); “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: європейські порівняльні студії” (2001); “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: глобалізація і нова економіка – наслідки для Європи і України” (2002).

Здобувач доповідала з проблематики функціонування ф'ючерсних ринків та перспектив їх становлення в Україні на міжнародних конференціях “Особливості економічної політики постсоціалістичних країн в умовах глобалізації світової економіки: приклад України” (Київ, 1999); “Підприємництво в Україні: проблеми та шляхи розвитку” (Львів, 2000); “Україна на порозі XXI століття: економіка, державність” (Вінниця, 2000); “Теорія управління: стан та перспективи” (Київ–Трускавець, 2000); “Проблеми інтеграції наукового освітнього потенціалу у державотворчому процесі” (Ласпі, 2000); “Розбудова менеджмент-освіти в Україні” (Київ–Львів, 2000); “Економічні та гуманітарні проблеми розвитку суспільства у III тисячолітті” (Рівне, 2000); “XXI – век: очаквани реальности в бизнеса и мениджмънта” (Свищов, Болгария, 2001); “Теорія і практика сучасного

менеджменту: проблеми та шляхи їх вирішення” (Тернопіль, 2002), “Теорія і практика перехідного періоду до ринку (економіко–правовий, міжнародний, інформаційно–технологічний та освітньо–науковий аспекти)” (Сніна, Словаччина, 2002), “Розвиток підприємницької діяльності на Україні: історія та сьогодення” (Тернопіль, 2003). Презентацію дисципліни “Управління портфелем цінних паперів” зроблено на міжнародному семінарі з викладання економічних дисциплін у рамках “Європейських студій” (Німеччина, жовтень 2002).

**Публікації.** Основні положення і наукові результати дослідження опубліковані у двох індивідуальних монографіях автора обсягом 25,8 та 28,35 д.а. Окремі висновки і результати викладені у навчальному посібнику у співавторстві, одноосібному підручнику “Біржова справа” та 40 наукових статтях (в т.ч. 23 у фахових виданнях) в Україні та інших країнах. (загальний обсяг опублікованих матеріалів становить 131,52 д.а., з них належить автору 124, 52 д.а.)

**Структура і обсяг дисертації.** Дисертація складається з переліку умовних скорочень, вступу, п’яти розділів, висновків, списку використаних джерел із 455 найменувань на 35 сторінках та додатків. Повний обсяг дисертації складає 478 сторінок, з яких 436 сторінок основного тексту, що містить 20 таблиць та 55 рисунків.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У **Вступі** обґрунтовано актуальність теми дослідження, визначено його мету і завдання, сформульовано об’єкт, предмет і методи дослідження, визначено наукову новизну та вказано на практичне значення отриманих результатів.

Структурно дисертація побудована як класичне дослідження з міжнародної економіки, спочатку виявляються загальносвітові тенденції розвитку ф’ючерсних ринків, а після чого пропонується концепція становлення їх в Україні в контексті інтеграції до світового економічного простору.

У **першому розділі** – “**Теоретико-методологічні основи функціонування міжнародних ф’ючерсних ринків**” сформовано категорійний апарат та методологічний інструментарій їх дослідження, визначено сутність, місце і роль міжнародних ф’ючерсних ринків у світовій фінансовій архітектурі, виявлено глобальні тенденції їх розвитку, запропоновано гіпотезу фрактального характеру цих ринків.

Використовуючи системний підхід у економічних дослідженнях, ф’ючерсні ринки одночасно розглядаються як необхідний елемент сучасної міжнародної фінансової архітектури (під цим терміном розуміється формування нового устрою світового фінансового середовища) та самостійна складна, нелінійна відкрита система, що в свою чергу включає такі основні елементи, як інструменти (ф’ючерси та опціони), учасників (спекулянти та хеджери), біржову інфраструктуру, технології торгівлі та інвестування. Причому вперше в українській економічній літературі міжнародні ф’ючерсні ринки досліджуються як строкові сегменти фінансового ринку, незалежно від того, які базові активи лежать в основі ф’ючерсних контрактів (товари чи фінансові інструменти). У цьому контексті товарні ф’ючерсні та опціонні контракти, які багато разів перепродаються, генерують грошові потоки, застосовуються в управлінні ціновими ризиками, віднесено до фінансових інструментів всупереч вимогам щойно прийнятих міжнародних стандартів бухгалтерії.

У дисертації проаналізовано поняття, які розкривають суть міжнародних ф’ючерсних ринків, а саме: “строковий ринок”, “ф’ючерсний ринок”, “ринок

деривативів”, “ринок строкових фінансових інструментів”, “ринок похідних фінансових інструментів”, звернуто увагу на їх різне не завжди точне трактування. Критичний аналіз зарубіжної літератури показав, що і в країнах розвинутого ринку, де ф’ючерсний ринок функціонує особливо успішно, зберігається невизначеність у виявленні суті та понятійному апараті цього ринкового феномену.

Термін *ф’ючерсні ринки* є калькою англійського терміну *Futures Market*, що дослівно перекладається *майбутні ринки*. Ціни, які встановлюються на цих ринках публікуються під рубрикою “*Futures prices*” - майбутні ціни. Вони є прогностичними цінами на активи з негайною поставкою, які в свою чергу щоденно друкуються під рубрикою *Spot (spotovi)*, або *Cash prices (касові ціни)*.

У США та Великобританії, де немає законодавчого визначення цінних паперів, строкові інструменти та ф’ючерсні й опціонні контракти пов’язують з термінами *security*, виділяючи їх на практиці та у економічній літературі вживанням терміну *derivatives*. Звідси і походять україномовні кальки “деривативи” та переклад цього терміну *похідні цінні папери*. У країнах континентальної Європи строкові контракти не належать до цінних паперів, де суть останніх формалізовано у законодавчих актах.

Українське право, як і європейське, контракт цінним папером не вважає. У Цивільному Кодексі України, прийнятому на початку 2003 року, поняття *контракт* відсутнє, однак є його синонім *договір*, який на відміну від версії колишнього кодексу трактується не як дії, а як “домовленість двох або більше сторін на встановлення, зміну, або припинення цивільних прав та обов’язків”, а *строк договору*, як “час, протягом якого сторони можуть здійснити свої права та виконати свої обов’язки відповідно до договору”, що повністю відповідає процедурам укладання ф’ючерсних та опціонних контрактів як строкових договорів.

У дисертації запропонована наступна методологічна послідовність у розв’язанні наукових та законодавчих проблем: по-перше, віднести ф’ючерси та опціони до фінансових інструментів; по-друге, запровадити розширену класифікацію фінансових інструментів, особливу увагу звернувши на такі класифікаційні ознаки, як форма обігу та бухгалтерського обліку, характер контрактних відносин, місце обертання, строковість та похідність. Ця класифікація дозволить серед фінансових інструментів виділити такі, що обертаються на ринку у вигляді цінних паперів, та такі, що існують у вигляді контрактів як з негайною поставкою так і поставкою або ліквідацією у конкретно визначені строки. Цей поділ є досить важливим, оскільки саме тут і спостерігаються різні підходи англо-американського та європейського права до трактування строкових та похідних фінансових інструментів.

Строковість ґрунтується на зсуві строків укладання угоди та розрахунків за нею. Саме ця характеристика є основою поділу ринку на *ринок з негайною поставкою (spot, cash)* та *строковий (future)*. Відзначаючи неточність цього трактування, автор вважає, що поняття *строковий ринок* є ширшим від поняття *ф’ючерсний ринок*, оскільки крім останнього включає ще й позабіржовий ринок. Інтегруючи теоретичні погляди зарубіжних та вітчизняних вчених, а також власне бачення цієї проблеми, у дисертації запропоновано авторське визначення категорії *строкового ринку* як системи міжнародних економічних відносин між основними учасниками щодо укладання угод (контрактів) із завчасною поставкою реальних активів (форвардів), або їх обміном (свопів), зобов’язань (ф’ючерсів) та прав (опціонів, варрантів) на ці активи за цінами

та курсами, погодженими в момент їх укладання, а також з різноманітними комбінаціями цих угод (синтетичних, гібридних) з метою виявлення майбутніх цін, підвищення інформаційної ефективності та насиченості, отримання доходів та трансферу ризику.

Наведене визначення дає змогу в системі строкових ринків виділити підсистему *міжнародні ф'ючерсні ринки*, на яких здійснюється купівля-продаж зобов'язань та прав на активи в майбутньому. Ця підсистема і є об'єктом нашого дослідження, до неї належать виключно міжнародні ф'ючерсні та опціонні біржі, яких у світі налічується близько п'ятдесяти. Інструменти цих ринків стали основою конструювання різних фінансових інновацій, в першу чергу з метою ефективного управління ризиками та додаткового отримання доходу, що отримало назву *фінансової інженерії*. Саме із врахуванням цих нових тенденцій розвитку у дисертації пропонується уточнити класифікацію біржових товарів. Замість традиційного поділу на дві групи сировинних товарів, цінні папери та валюту, їх поділено на три великих групи:

- сільськогосподарська сировина, лісові товари та продукти їх переробки;
- промислова сировина;
- фінансові інструменти.

До складу останньої групи включені цінні папери, валюта, строкові похідні фінансові інструменти (форварди, ф'ючерси, опціони, свопи з різними базовими активами, зокрема, індексами, відсотковими ставками) та їх гібридні, екзотичні та синтетичні комбінації (валютна облігація, опціон на ф'ючерс, ф'ючерс на своп тощо). Провідні міжнародні ф'ючерсні біржі уже досить активно пропонують своїм клієнтам набір таких інструментів, стратегій та технологій управління ціновими ризиками.

У дисертації запропоновано вживати термін *строкові похідні фінансові інструменти* стосовно тих інструментів, які характеризуються двома визначеними ознаками, а саме *строковістю* та *похідністю*, а для інструментів, які характеризуються однією з названих ознак вживати відповідний термін: *строкові фінансові інструменти*, або *похідні фінансові інструменти*. *Похідний фінансовий інструмент* – це строковий контракт, за яким вартісна оцінка величини зобов'язань або прав одного контрагента зафіксована, а іншого залежить від вартості базового активу, тобто є похідною. На Рис 1. запропоновано класифікацію фінансових інструментів, показано взаємозв'язок між ними та проведено розмежування між цінними паперами та фінансовими інструментами у формі контрактів. Така класифікація має принципове значення для гармонізації національного права з міжнародним в процесі вступу до світових організацій (СОТ та ЄС) та при вирішенні проблем державного регулювання обігу строкових фінансових інструментів державними органами, уже існуючими або спеціально створеними для цих цілей (Комісія з ф'ючерсної торгівлі).

Розглядаючи міжнародні ф'ючерсні ринки в якості елемента системи глобальної фінансової архітектури, було підкреслено його необхідність, як такого, що вирішує протиріччя між циклічністю коливань ринкової кон'юнктури та необхідністю забезпечення стабільного фінансового стану учасників товарного та фінансового ринків.

Поділяючи точку зору Д.Михайлова та Дж.Крістофера (J.Christopher)<sup>1</sup>, творчо розвиваючи її, запропоновано крім відомого поділу фінансового ринку на *первинний* (забезпечує випуск фінансових інструментів на ринок) та *вторинний* (забезпечує їх

| Фінансові інструменти    |         |      |                   |                  |                     |                       |              |         |                     |            |                   |                    |                           |                           |
|--------------------------|---------|------|-------------------|------------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------|---------------------|------------|-------------------|--------------------|---------------------------|---------------------------|
| Контракти                |         |      |                   |                  |                     |                       | Цінні папери |         |                     |            |                   |                    |                           |                           |
| Ознаки класифікації      |         |      |                   |                  |                     |                       |              |         |                     |            |                   |                    |                           |                           |
| Строковість + похідність |         |      |                   |                  |                     |                       | Строковість  |         |                     |            | Похідність        |                    |                           |                           |
| Форвард                  | Ф'ючерс | Своп | Опційний контракт | Екзотичні опіони | Гібридні комбінації | Синтетичні комбінації | Райти        | Варанти | Складські свідоцтва | Консоамент | Опційні свідоцтва | Відзивна облігація | Конвертовані цінні папери | Депозитарні розписки, ADR |

**Рис. 1. Класифікація фінансових інструментів за формою обігу та ознаками строковості та похідності**

ліквідність) ввести для ідентифікації строкового сегменту поняття *третинного ринку*, виділивши в його структурі об'єкт дослідження – ф'ючерсні ринки. На Рис.2. показана модель фінансового ринку з виділенням основних суб'єктів, які вступають у відносини купівлі/продажу фінансових інструментів як з метою інвестування (спекуляція) та страхування цінових ризиків (хеджування). Особливо акцентовано, що інструменти строкового ринку є позабалансовими, що значною мірою підвищує їх ризиковість.

Категорію *третинний ринок* подано як систему міжнародних економічних відносин суб'єктів господарювання та держави з приводу зменшення цінової невизначеності, пов'язаної з фактором часу на ринку базових товарних та фінансових активів, через укладання строкових фінансових контрактів, в яких вартісна оцінка величини зобов'язань та прав одного із контрагентів фіксується в момент укладання, а іншого – походить від вартості базового активу.

Доцільність виділення строкових ринків у третинний ринок підтверджується окремою статистикою щодо їх функціонування, яку здійснюють міжнародні фінансові організації. У кварталних та річних звітах Банку міжнародних розрахунків виділено значний за обсягом розділ, який носить назву “Ринки похідних”. За розрахунками цього міжнародного органу у 2001 році лише кварталні прирости загальної вартості біржових ф'ючерсних та опційних контрактів становили близько \$139700 млрд., або 3%<sup>2</sup>. Суттєве переважання обсягів укладених строкових контрактів у порівнянні з обсягами реальних ринків призводять до хибних висновків щодо самодостатності цього сектора та існування фінансових „бульбашок”.

Такі порівняння, на думку автора, не мають сенсу, оскільки обсяг укладених біржових ф'ючерсів та опціонів, не може служити орієнтиром для оцінки дійсних інвестицій у третинний ринок. Під час укладання ф'ючерсних та опційних контрактів реально

<sup>1</sup> Михайлов Д.М.Мировой финансовый рынок. Тенденции и инструменты.- М.: Экзамен, 2000.-С.47.

<sup>2</sup> Rapport trimestriel BRI, septembre.- 2001.-р.29-35.

інвестується лише від 2 до 10% реальних коштів та ліквідних цінних паперів у якості маржевих внесків або премій, що і є інвестиціями з найвищим ризиком, оскільки за умови несприятливої кон'юнктури ринку інвестор може втратити значно більше від цих внесків.

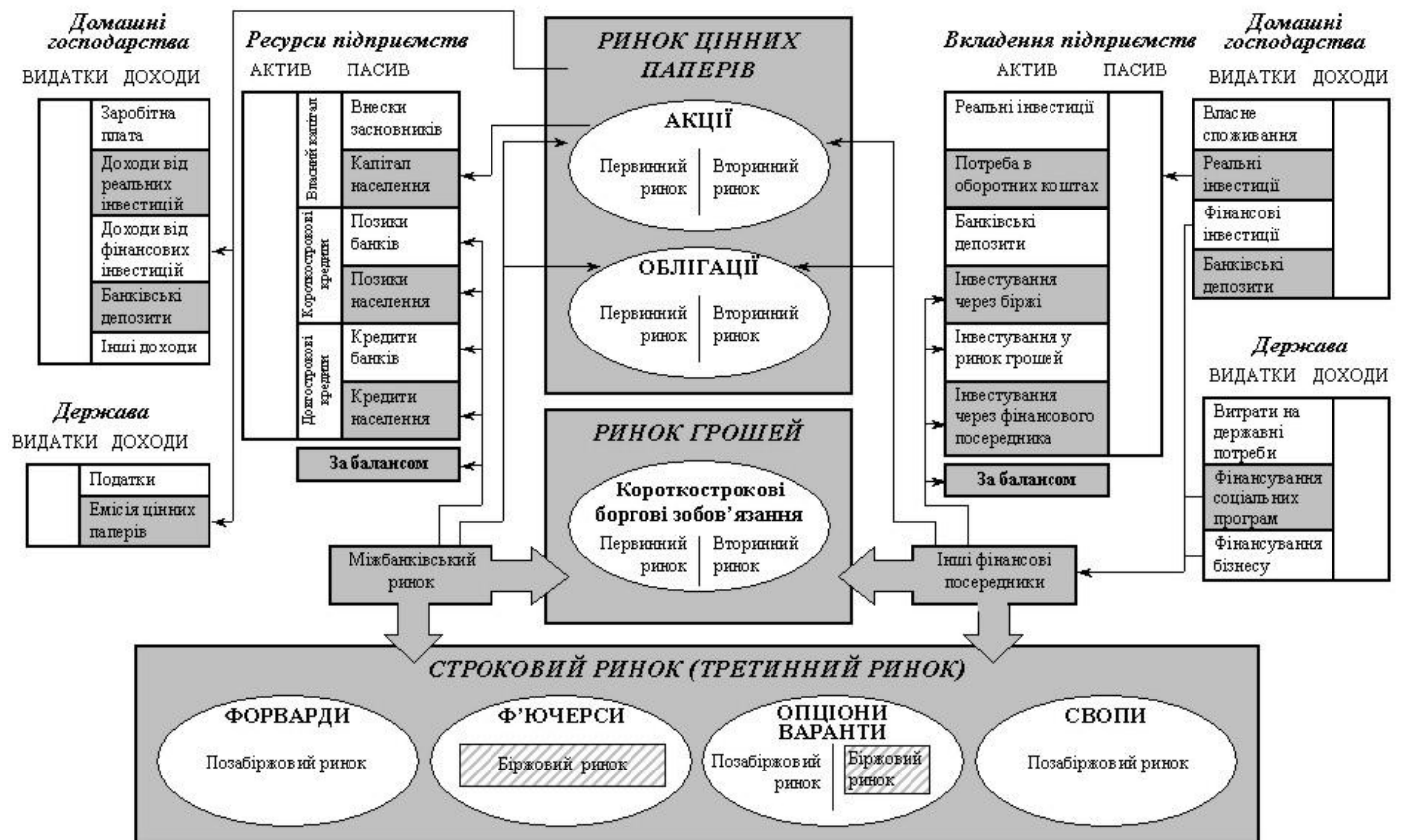


Рисунок 2. Місце ф'ючерсних ринків в структурі фінансового ринку

У дисертації зазначено, що існуюча статистика міжнародних ф'ючерсних ринків є недосконалою, оскільки учасники торгівлі не ведуть балансовий облік маржевих внесків за ф'ючерсними контрактами та сплачених премій за опціонами. Запропоновано додатково до статистичних даних щодо кількості та обсягів укладених угод, обсягів відкритих позицій за контрактами на біржах, приріст яких є дійсно вражаючим, *ввести обов'язкову звітність бірж щодо обсягу маржевих внесків з додаванням суми розрахунків при виконанні або ліквідації ф'ючерсних контрактів та обсягів премій з додаванням суми розрахунків при виконанні опціонних контрактів.* Поряд із загально прийнятою на світових ринках статистикою, ця дасть можливість одразу достовірно відображати частку особливо ризикових інвестицій та витрати на хеджування у загальному обсязі фінансового ринку і не створювати невірної конфігурації фінансового ринку в цілому.

Проведене дослідження дозволило виявити такі глобальні тенденції розвитку міжнародних ф'ючерсних ринків, як суттєве зростання обсягів торгівлі; хеджевий характер ринку (близько 70% учасників ринку становлять хеджери); кардинальні зміни у біржовій інфраструктурі (перехід до електронних торгів, консолідація та злиття бірж, створення пан європейського торговельного строкового майданчика, відхід від статусу бірж як некомерційних організацій, випуск біржових акцій на умовах вільної підписки,

уніфікація клірингових систем); переважаючий розвиток особливо ризикового позабіржового сегменту; зростання кількості учасників та суттєве розширення їх складу; лібералізація та запровадження нових підходів до державного регулювання, делегування регулюючих функцій біржам; створення незалежних електронних систем з Internet доступом для акумулювання замовлень та їх сортування; концентрація позабіржового, майже не регульованого ринку, у кількох учасників; запровадження міжнародного регулювання, гармонізації та уніфікації за участю Міжнародної організації регулюючих комісій (IOSCO); зближення біржового та позабіржового ринку через використання системи біржового клірингу. Прискорений розвиток ф'ючерсних ринків є закономірністю функціонування глобалізованої економіки, для якої характерною ознакою є підвищена волатильність основних ринків.

У дисертації проаналізовано еволюцію основних теорій міжнародних ф'ючерсних ринків від неокласичних до нелінійної парадигми, з використанням таких елементів синергетичного підходу, як *фрактальна геометрія та теорія детермінованого хаосу*.

Використання дослідження Д.Канемана<sup>3</sup> дало можливість дійти висновку, що ф'ючерсні ринки, не можуть бути повністю ефективними в кожен конкретний період часу, оскільки вони були б непривабливими для спекулянтів і просто б перестали існувати. За умови статистичного аналізу має існувати інформаційний “шум”, який гарантує прибуток поінформованим учасникам, причому достатньо високий, щоб компенсувати їхні інформаційні витрати. Динамічний аналіз передбачає можливість деяких торговців здійснювати операції в умовах тимчасової інформаційної вигоди. Отриманий ними прибуток є винагородою за швидкість проведення угод та вірне розуміння нової інформації. Існує конкуренція на цю цінову монополію, що визначає не лише інформаційну якість цін, але також і швидкість, з якою поширюються зміни у сподіваннях та інформації, що лежить в основі цих сподівань.

У дисертації підкреслюється, що такі неокласичні теорії становлення та розвитку фінансових ринків в цілому та ф'ючерсних зокрема, як *теорія раціональних сподівань учасників ринку, теорія ринкової рівноваги, теорія інформаційної ефективності ринку, теорія випадкових блукань цін* та розроблені на їх основі лінійні моделі оцінки основних активів, статистичні методи визначення ризику через математичне сподівання та стандартне відхилення не завжди можуть пояснити причини існування ринкових тенденцій – *трендів* та час їх зародження і зміни.

На основі інноваційних робіт Б.Мандельброта<sup>4</sup> та Е.Петерса<sup>5</sup> запропоновано гіпотезу фрактальності ф'ючерсного ринку, перевірену за допомогою графічного зображення цінових рядів ф'ючерсного ринку з фінансовим (індекс Dow Jones з поставкою у червні 2003 року) та товарним (ф'ючерс на кукурудзу з поставкою у липні 2003 року) активами на один і той же момент часу (09.05.03) у кількох часових вимірах (10 хвилинні, щоденні, щотижневі фіксації цін) на Чиказькій торговельній палаті ([www.cbot.com](http://www.cbot.com)). (Рис.3.) За аналогією з природою стійкість та ліквідність ф'ючерсного ринку визначається різноманітністю інвестиційних горизонтів його учасників, цей

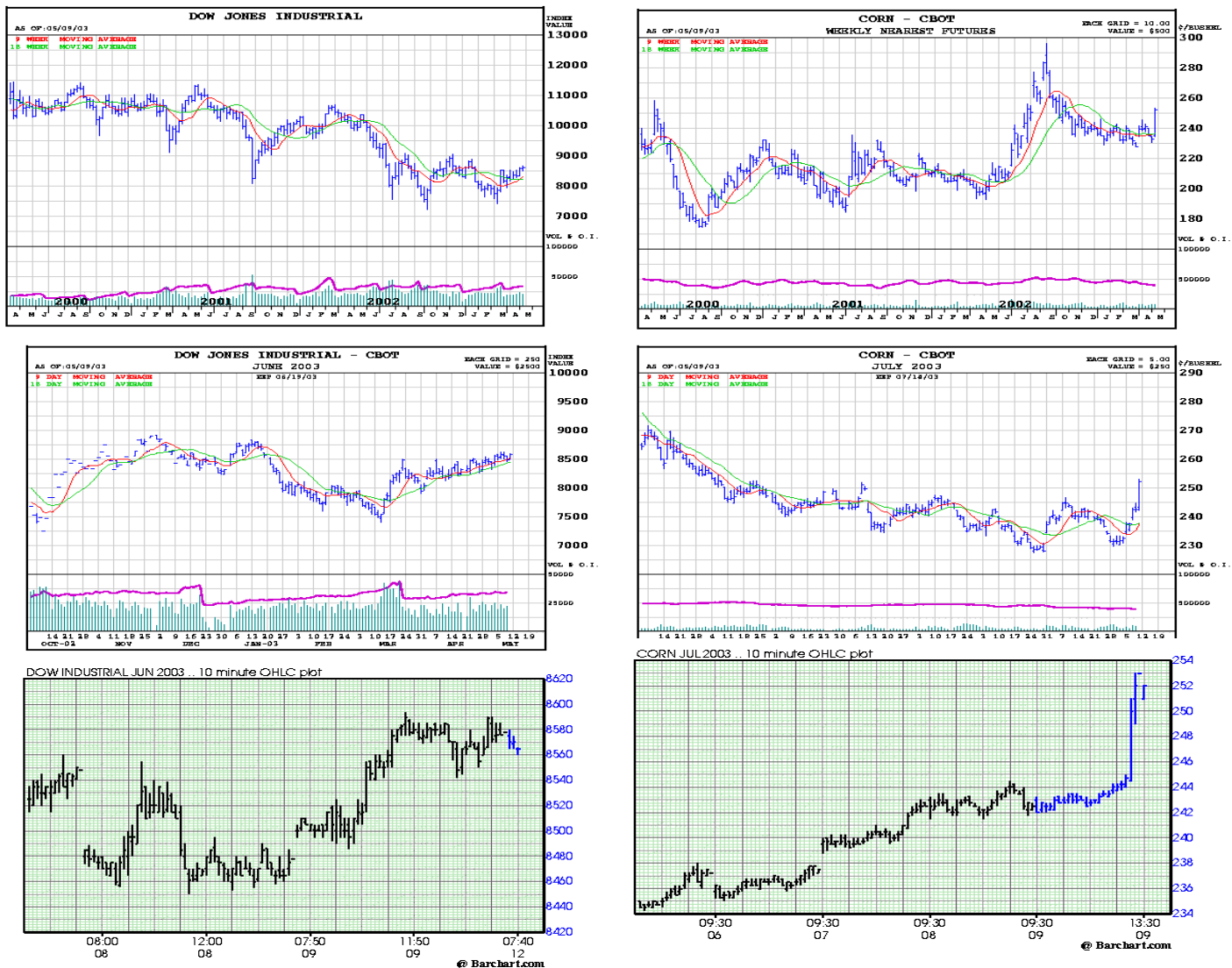
<sup>3</sup> Нобелівська премія з економіки за 2002 рік, присуджена психологу Д.Канеману за роботи з економічного аналізу поведінки людини.

<sup>4</sup> Mandelbrot, B. The Fractal Geometry of Nature. New York: W.H. Freeman, 1982.

<sup>5</sup> Peters, E. Fractal Market Analysis. New York: Wiley, 1994.



ринок не є детермінований законами, але не є і чистою випадковістю. Мірою непередбачуваності ринку є його фрактальна розмірність.



**Рис. 3. Фрактальні силуети міжнародного ф'ючерсного ринку на 9 травня 2003р. (червневий ф'ючерсний контракт з промисловим індексом Доу Джонса (Dow Jones Industrial) та липневий ф'ючерсний контракт з кукурудзою)**

Графіки цін через загальну самоподібність та локальну відмінність підкреслюють їх фрактальний характер, їх можна вважати плоскими фракталами. Одночасне існування у кількох вимірах часу підтверджує той факт, що ф'ючерси є фрактальними об'єктами. У якості фракталів часу тут виступають інвестиційні горизонти учасників торгівлі, які можуть становити від кількох хвилин для спекулянта – дейтрейдера до кількох місяців для хеджера, яким може бути фермер, що вирощує кукурудзу, переробник, або стратегічний інвестор, що вкладає кошти у акції, що входять до складу індексу Dow Jones.

Гіпотеза фрактальності ф'ючерсних ринків як третинного сегменту фінансового ринку підтверджується наступними їх характеристиками: ф'ючерсні ринки є хаотичними і складними; ф'ючерсні ринки характеризуються трендами та довгостроковими кореляціями (ефект зворотного зв'язку); критичні рівні цінових змін з'являються внаслідок дії певних факторів у певний час; часові ряди цін, доходів та їх



відношень при зменшенні часових періодів будуть виглядати подібними, або мати фрактальну структуру; достовірність прогнозів падає із збільшенням майбутніх періодів, тобто на фінансових ринках існує чутливість до початкових умов; ф'ючерсні ринки практично не бувають у рівноважному стані і є неефективними щодо інформації.

Гіпотеза наочно демонструє об'єктивну необхідність існування спекулянтів та хеджерів з різними інвестиційними горизонтами (фракталами часу), без яких ліквідними ці ринки ніколи не будуть. У дисертації підкреслюється, що нелінійні та хаотичні процеси становлення вітчизняних фінансових ринків, стимульовані впливом конкретних політиків, зокрема негативним, вимагають використання синергічного методу дослідження та вивчення психологічних аспектів економічної поведінки. Обґрунтовано необхідність внесення змін у систему підготовки економічних кадрів, математична підготовка яких поряд з вивченням теорії ймовірностей та економетрії, повинна включати фрактальну геометрію, теорію хаосу, нечітку логіку, клітинні автомати, нейронні мережі тощо, а економічна – синергетичний підхід, економічну психологію, поведінкову економіку (поведінкові фінанси) тощо.

У другому розділі – **“Інструменти міжнародних ф'ючерсних ринків”** проведено комплексне системне дослідження таких інструментів міжнародних ф'ючерсних ринків, як товарні та фінансові ф'ючерси і опціони, місце їх обертання, способи котирування, особливу увагу звернуто на методіку застосування основних стратегій.

Ґрунтуючись на багаторічному аналізі практики функціонування зарубіжного ф'ючерсного ринку, систематизувавши погляди зарубіжних та вітчизняних дослідників, творчо розвиваючи їх, автор дає визначення ф'ючерській угоді (контракту). *Ф'ючерсний контракт – це біржовий контракт-зобов'язання купівлі/продажу активу в майбутньому (валюти, цінних паперів, інших фінансових інструментів, сировини) із встановленими стандартними параметрами за ціною, погодженою у момент його укладання.* Це виключно біржовий контракт, навіть коли він продається через торговельно-інформаційні комп'ютерні системи.

Оскільки продаються самі контракти на поставку або отримання товару, цей процес відбувається без демонстрації і, що особливо важливо, може здійснюватися без поставки вказаного товару. Як правило, більшість контрактів закінчується укладанням зворотної (офсетної) угоди. Ф'ючерсні контракти на купівлю відміняються новими контрактами на продаж, і навпаки. Різниця у цінах на одиницю ваги, об'єму контракту на момент укладання і на момент відміни сплачується грішми.

Основною метою ф'ючерсної торгівлі є не купівля-продаж товару, головне її призначення полягає у нейтралізації (страхуванні) цінових ризиків. *Ф'ючерсні контракти* - це угоди про завчасну купівлю або продаж активу, або строкові угоди. Кількість та якість товару специфікується в контракті, ціна та терміни поставки визначаються на момент відкриття позиції. Торгівля відбувається на виділеному майданчику біржової зали, де біржовики зустрічаються, щоб виконати замовлення своїх клієнтів. Ф'ючерсні ціни визначаються в конкурентній боротьбі, за допомогою голосу та жестів, що означає рівні права та можливості учасників торгівлі. Система аукціону, як точна копія справжнього ринку, дозволяє визначати ціну за допомогою

вільної конкуренції. Ця система зберігається до сьогодні і за умови проведення комп'ютерних торгів.

Кожен торговець (учасник, клієнт) ф'ючерсного ринку вносить початковий вклад – депозит/початкову маржу, який змінюється щоденно залежно від зміни цін на контракти. Згідно з правилами біржової торгівлі він становить від 2 до 10 відсотків вартості товару, вказаного в контракті. Цей депозит повертається торговцеві при реалізації контракту через поставку реального товару або укладення протилежної угоди. Депозит – це засіб, що гарантує дотримання зобов'язань за контрактом, він не є платою за товар.

Біржовиків та їх клієнтів ф'ючерсний ринок приваблює своїм принципом “*важеля*”, оскільки незначна частка загальної вартості контракту сплачується у вигляді депозитного внеску, навіть незначні коливання цін дають великий вииграш. Однак, якби ціни коливалися у зворотному напрямку, його спіткали б такі самі втрати. Операції на ф'ючерсному ринку – це інвестиції з найвищим порогом ризику, що відшкодовуються значними доходами тим, кому вдалося правильно визначити тренди.

У дисертації ґрунтовно досліджено одне із найскладніших питань у ф'ючерсній торгівлі – трансформацію ф'ючерсного контракту на реальний спотовий. Можливість поставки і сама поставка товару виконують важливу економічну функцію – забезпечують зв'язок ф'ючерсного ринку з ринком реального товару. На ф'ючерсні товарні угоди, що завершуються реальною поставкою, припадає на різних ринках від 0,6 до 1,2% біржового обігу, інші завершаються шляхом укладання оберненої угоди. Цей процес називається ліквідацією контракту. Існує три процедури ліквідації контрактів: офсетними угодами; реальною поставкою; розрахунком грошима, в цьому випадку актив не поставляється, а покупець отримує суму, що дорівнює вартості активу.

Для інвестицій у ф'ючерсні контракти в Україні ще не створені відповідні умови, а саме: нема ф'ючерсних бірж; відсутні фінансові посередники, головним видом бізнесу яких є спекуляція на прогнозах цін та курсів товарів, цінних паперів та валюти; учасники товарних сировинних та фінансових ринків не усвідомили і не вивчили унікальних можливостей хеджевих страхових операцій. У роботі запропоновані методичні рекомендації практичного використання ф'ючерсних контрактів зарубіжних бірж, скористатися якими зможе кожен український інвестор.

ґрунтовно досліджено опціони, що дало можливість узагальнити наукові підходи до визначення його сутності. *Опціон* – це 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. Об'єктом опціону може бути реальний товар – сировина, цінні папери, валюта та ф'ючерсні контракти на вказані активи. За технологією виконання розрізняють три види опціонів: опціон з правом купити; опціон з правом продати; подвійний опціон.

У дисертації досліджено особливості обігу біржових опціонів, стандартизація яких (ціна, тип опціону, кінцевий термін дії, кількість) дозволяє їм існувати самостійно, як ринку прав на базові активи. Наведено конкретні стратегії їх застосування, продемонстровано невичерпні можливості щодо управління ціновими ризиками на товарних та фінансових ринках. Зокрема пропонується використовувати

алгоритм К.Конноллі, що є схемою дій на ринку опціонів<sup>6</sup>, і в результаті використання якого торговець повинен отримувати прибуток, що буде виникати в результаті відхилення ціни базового активу у будь-яку із сторін, в тому числі небажаної. Для цього використовуються короткі опціони, оскільки вони одночасно мають дискретний характер існування та лінійний ціновий профіль у будь-якому періоді в майбутньому. Той факт, що в майбутньому опціон може мати вартість або не мати її, а одна ціна окреслює границю між цими двома станами, визначає викривлення теперішньої ціни. Це викривлення дає привід для зміни експозиції будь-яких активів під опціонами, що надає можливість торгувати самою волатильністю.

В процесі дослідження виявлено нову сферу застосування опціонів як унікальних інструментів корпоративного управління. Зарубіжний досвід використання так званих *реальних* опціонів в управлінні корпораціями, на думку автора, потрібно вивчати у акціонерних товариствах України для вирішення проблем ефективного керівництва, забезпечення довготривалої перспективи розвитку, вмілого розв'язання конфліктів інтересів різних груп та особистостей. У роботі особливо акцентовано, що застосування реальних опціонів у корпоративному управлінні в Україні можливе до створення ефективного функціонуючого опціонного ринку основних активів.

У дисертації досліджені всі інноваційні ф'ючерсні контракти з традиційними та нетрадиційними фінансовими інструментами, які котируються на п'ятдесяти провідних біржах світу, а саме з євродоларовими депозитами, депозитними сертифікатами банків, казначейськими векселями та довгостроковими облігаціями, іншими відсотковими ставками, індексами фондових бірж, показані методи їх котирування, доведені до методичних рекомендацій можливості використання цих інструментів українськими інвесторами.

**У третьому розділі – “Концептуальні засади ціноутворення на ф'ючерсних ринках”** з використанням синергетичного підходу здійснено комплексне дослідження основних концепцій ціноутворення на міжнародних ф'ючерсних ринках та нових для української практики видів аналізу попиту та пропозиції на цих ринках - *фундаментального аналізу* та особливого аналізу самих ф'ючерсних цін та обсягів ф'ючерсної торгівлі – *технічного аналізу*.

У дисертації підкреслюється, що торговельні стратегії у ринковій економіці повинні будуватися не лише на аналізі інформації про динаміку зміни цін та курсів на активи з негайною поставкою спот, не менш значимими стають цінові прогнози майбутніх спотових цін, які можна отримати виключно за умови функціонування строкових ф'ючерсних ринків. Всі сучасні ринки є нестабільними, причому відзначаються значними за величиною та амплітудою ціновими коливаннями, які час від часу викликають відчутні потрясіння.

Критичний аналіз концепцій ціноутворення ф'ючерсних цін, показав, що вони базуються на поглядах неокласиків, зокрема теорії ринкової рівноваги попиту та пропозиції з орієнтацією на *раціональні сподівання суб'єктів щодо прогнозованої ціни спот*, Дж.М.Кейнс, а за ним і Дж.Гікс визначили роль спекулянтів та хеджер для процесів прогнозування майбутніх спотових курсів валют та страхування (курсових ризиків за допомогою ф'ючерсних контрактів з валютою. Саме Дж.М.Кейнс

<sup>6</sup> Коннолли К.Б. Покупка и Продажа волатильности. –МС.:Аналитика, 2001. –264с.

підкреслив, що ф'ючерсна ціна виконує роль одного із індикаторів майбутньої кон'юнктури ринку, він же ввів у наукову літературу такі характеристики станів ринків як *“беквардейшн”* та *“контанго”*, тобто так званого правильного ринку, який забезпечує відшкодування витрат на зберігання товару, або необхідний розмір відсоткової ставки на валюту за депозитними вкладками та *неправильного – інвертного* ринку, який цих витрат не відшкодовує. Ця концепція поки що є основною на міжнародних ф'ючерсних ринках, хоча її автор одразу підкреслював її неточність.

У дисертації зазначено, що в умовах невизначеності майбутня спотова ціна не може прогнозуватися за допомогою гіпотези раціональних сподівань. Хеджери, продаючи контракти, стимулюють спекулянтів купувати їх, висувуючи свою версію щодо різниці ф'ючерсних та спотових цін на величину очікуваного доходу, який повинен бути вищим від безризикової ставки доходу на ринку. До спекулянтів, що отримують дохід від прогнозування цін, долучилися спекулянти - *арбітражери*, які намагаються отримувати дохід від різниці в цінах, а в цілому учасники діляться на три групи: спекулянти, хеджери та арбітражери. Крім взаємозв'язку між теперішніми ф'ючерсними та спотовими цінами на момент поставки, велике значення має взаємозв'язок між теперішніми ф'ючерсними та спотовими цінами. Теперішня ф'ючерсна ціна згідно неокласичної концепції формується через однакові початкові раціональні сподівання всіх учасників. Причому за умови визначеності ф'ючерсна ціна повинна відрізнятися від спотової на величину позичкового процента та ціну доставки. Ціна доставки в свою чергу включає витрати на зберігання, знецінення товару впродовж плину часу за мінусом доходності. Нижній рівень ф'ючерсної ціни визначається сподіваннями спекулянтів, верхній - арбітражерами, причому за умови однакових сподівань учасників ф'ючерсної торгівлі ф'ючерсна ціна повинна бути нижчою від спотової при ситуації беквардейшн, при контанго - навпаки.

У реальній ринковій ситуації кожного конкретного дня ці сподівання можуть призвести до того, що операції укладатимуться не лише між хеджерами та спекулянтами або хеджерами між собою, а й між самими спекулянтами, одні з яких сподіваються на підвищення цін, інші на їх падіння. Саме різні за напрямками сподівання лежать в основі поділу біржових спекулянтів на *“биків”* та *“ведмедів”*. На ринку, де переважають *“бики”* ф'ючерсна ціна буде перевищувати сподівану спотову, на ринку *“ведмедів”* – навпаки, і, чим більшою буде розбіжність в поглядах цих спекулянтів, тим з меншою точністю буде визначатися ф'ючерсна ціна.

Друга концепція базується на *арбітражній теорії визначення ціни*. Згідно арбітражної концепції ф'ючерсна ціна визначається не позиційними спекулянтами, а арбітражерами, які грають на різниці в цінах. Причому через відмінність між ставками депозитів та кредитів буде встановлюватися так званий *арбітражний коридор*, за межі якого ціна не повинна виходити. У межах коридору ціна формується сподіваннями спекулянтів. У той же час хеджери також будуть впливати на ф'ючерсну ціну, тобто при значному переважанні хеджерів – продавців на ринку будуть зростати ціни і навпаки – падати за умови переважання хеджерів-покупців.

Дві названих концепції доповнюються *теорією інформаційної ефективності* ринку. Інформація для процесу ціноутворення є основним джерелом, її поділяють на *минулу, поточну* або *теперішню* та *внутрішню*. Для строкових ринків минула інформація, наприклад про торішні врожаї, політику уряду щодо закупівель

сільськогосподарської сировини, погодні умови тощо носить інформативний характер, такої інформації явно недостатньо для прогнозування ціни майбутнього врожаю. Ця теорія на Заході досі сприймається неоднозначно, має багато критиків, однак на ф'ючерсних ринках, які є найефективнішими щодо інформації, у неї є багато послідовників.

У дисертації підкреслюється необхідність корегування названих концепцій, які на погляд автора є формально-аксіоматичними. Це корегування потрібно зробити, виходячи із наступних міркувань: по-перше, самі Дж.М. Кейнс, Н.Калдор вважали сподівання різних учасників ринку неоднаковими; по-друге, останні дослідження показали, що ринки не можуть бути інформаційно ефективними в принципі, оскільки існує не лише асиметричність інформації у продавців та покупців, але й сприйняття інформації залежить від психологічних характеристик індивідуальної поведінки. Нові концепції варто будувати з прогнозом багатоваріантної поведінки всіх учасників ф'ючерсних ринків, а саме спекулянтів, арбітражерів та хеджерів.

У дисертації з'ясовано, що для проведення успішних операцій учасники ф'ючерсних ринків користуються різними методами прогнозування руху цін. Найвідомішими та найпопулярнішими є *фундаментальний та технічний аналізи*.

*Фундаментальний*, або загальний аналіз ринку, репрезентує метод визначення можливих змін ціни або курсу на основі інформації про попит та пропозицію. Спираючись на теорію ринкової рівноваги, фундаментальний аналіз враховує, що підвищення попиту підвищує ціни та курси і, навпаки, зниження попиту знижує ціни та курси. Важливим фактором є рівні цін, що стають вирішальними у спекулятивних стратегіях, тому їх порівнюють, визначають тип ринкової ситуації, дефіцит загальної пропозиції, перевищення попиту чи його надлишок. В умовах глобалізованої економіки такий аналіз здійснюють міждержавні інституції в цілому на світовому ринку.

У дисертації наведені методики проведення фундаментального аналізу на ринках різних базових активів – сировини та фінансових інструментів, особливу увагу звертається на ту обставину, що фундаментальний аналіз є швидше якісним, ніж кількісним аналізом, він дозволяє визначати сигнали про початок тенденцій та їх спрямування.

Фундаментальний аналіз ускладнюється через існуючу тенденцію ринку не враховувати та відповідно не реагувати на загальновідомі фактори і узгоджувати з ними прогнозування ринку. Ця тенденція руйнує логічний зв'язок між ринком та економічним станом. Наприклад, урядові закупи або продаж стратегічних запасів сировини на слабких ринках можуть спричинити зростання цін тощо. Особливо підкреслюється той факт, що учасники ринку по-різному реагують на новини. Дехто потребує переконливішої інформації, ніж інші, аналізу специфічних факторів для прийняття рішення про купівлю або продаж. Спровокувати таку поведінку можуть психологічні фактори, властиві конкретному торговцеві, повільне поширення інформації та різна реакція на ринкові зміни.

Для повнішого аналізу зміни цін поряд з фундаментальним використовується технічний аналіз, що вивчає біржовий ринок як єдине ціле, використовуючи обмежені дані – *ціни та обсяги*. Їх можна швидко зібрати, проаналізувати та зберігати.

Джерелами інформації служать довідкові та статистичні видання ф'ючерсних та опціонних котирувань світових бірж в тому числі і в Internet.

Технічний аналіз ґрунтується на припущенні, що ціни змінюються за стійкими часовими моделями, а його концепція - на існуванні історичних закономірностей, вивчення минулих змін цін та курсів на ф'ючерсних та фондових біржах дозволяє торговцям прийняти правильне рішення сьогодні. Основне завдання технічного аналітика – виявити закономірності реального руху цін, вловити момент зламу тенденції – так звані сигнали купівлі та продажу. Будь-які прийоми та методи технічного аналізу можна використовувати лише для ліквідних ринків, з великою кількістю учасників, де операції виконуються регулярно, у значних обсягах.

Найпопулярнішим інструментом технічних аналітиків є цінові графіки. Засоби технічного аналізу поділяються на чотири категорії: зразки графіків цін, метод дотримання тренду, аналіз характеру ринку та структурні теорії.

У дисертації, виходячи із фрактальних характеристик міжнародних ф'ючерсних ринків та уявлення їх як хаотичних нелінійних систем, пропонується поряд з фундаментальним використовувати технічний аналіз, який враховує психологічні аспекти поведінки біржового середовища. Для цього запропоновано вивчати його у програмах економічної підготовки, не лише на спеціальних курсах, але й у системі вищої школи.

**У четвертому розділі – “Технології та методики інвестування на міжнародних ф'ючерсних ринках”** досліджено основні технологічні процеси та стратегії інвестування міжнародних ф'ючерсних ринків. Показано суттєве зростання ролі біржових спекулянтів та хеджерів у контексті трансформації світової економіки, у якій яскраво виділяються дві закономірності розвитку: глобалізація ринку та індивідуалізація соціуму.

У дисертації ґрунтовно проаналізовано найскладнішу у технологічному плані особливість ф'ючерсної торгівлі – здійснення розрахунків за укладеними угодами та забезпечення фінансових гарантій. Підкреслено, що розрахункові установи не лише гарантують перевірку сальдування рахунків за всіма операціями до відкриття наступних торгів, але й забезпечують фінансову цілісність ринку. Тому на сучасному етапі відбувається уніфікація цих процедур і для позабіржових строкових ринків.

У роботі на основі узагальнення існуючих наукових підходів дається визначення *біржовому клірингу* як процедурі розрахунків за біржовими угодами, що забезпечує фінансові гарантії їх здійснення через систему депозитних та інших маржевих внесків учасників біржової торгівлі. Розкрито економічну суть технології клірингу за ф'ючерсними контрактами та зміст основної функції клірингової установи – управління ф'ючерсним ринком через ілюстрацію методики здійснення угоди на конкретній міжнародній біржі.

Розрахункові (клірингові) установи після реєстрації контракту стають третьою стороною: у ролі покупця для будь-якого продавця; в ролі продавця для покупця. Покупці і продавці ф'ючерсних і опціонних контрактів беруть на себе фінансові зобов'язання не один перед одним, а перед розрахунковою палатою через фірму-члена палати. Це означає, що клірингова установа укладає контракти купівлі-продажу з собою. Розрахункові палати мають можливість гарантувати виконання всіх здійснених

у біржовій залі угод, оскільки вимагають від своїх членів депонування гарантійних внесків, що є основним фінансовим забезпеченням.

До процедури, покликаній захистити саму установу від потенційних втрат, належить внесення початкової маржі клієнтами (продавцями та покупцями) на вимогу брокерів; щоденний кліринг (взаємозалік) рахунків продавців та покупців; підтримка визначеного рівня маржі продавцями та покупцями. Маржа як гарантійний внесок повинна забезпечувати витривалість та стійкість контракту і не має нічого спільного з маржею на фондовій біржі. Крім початкової маржі, розрахункові установи вимагають щоденного внесення варіаційної маржі, що враховує різницю в цінах, за якими контракт купувався або продавався та ціною закриття біржі або закриття контракту (за умови ліквідації позиції шляхом укладання оберненої угоди).

Для забезпечення фінансової стійкості клірингової установи створюються гарантійний фонд, який утворюється за рахунок внесків її членів та додатковий фонд, який складається із щомісячної оплати кожної операції. Автором запропоновано впровадити в Україні самостійну клірингову установу, як організатора ф'ючерсного ринку.

У дисертації всебічно проаналізовано феномен біржової спекуляції, яка є основною технологією ф'ючерсної торгівлі. Показано, що саме функціонування ф'ючерсних ринків є неможливим без спекулянтів – інвесторів, що добровільно вкладають свої кошти у ризик, купуючи та продаючи цінову невизначеність. В Україні цей аспект діяльності у наукових дослідженнях замовчується або сприймається однозначно негативно, що призводить до уникання самої назви професійної діяльності – біржовий спекулянт у існуючих законах. У нових законопроектах серед учасників виділяють ділерів та хеджерів, причому останніми можуть бути лише фізичні особи. Зарубіжна ж практика свідчить, що поділ на спекулянтів і хеджерів є умовним, у будь-який момент ці учасники можуть мінятися ролями.

У дисертації підкреслюється, що гроші на біржу приносять трейдери-спекулянти. Саме їхні кошти вкладаються у купівлю-продаж біржових контрактів. Лише завдяки спекулянтам утримується величезна армія біржових брокерів. Призначення спекулянта полягає в тому, щоб допомагати компаніям мобілізувати капітал на ринках акцій і брати на себе ризик на ф'ючерсних ринках, тим самим даючи змогу іншим зосереджуватися на виробничій діяльності. Спираючись на дану позицію, поділяючи її та розвиваючи, запропоновано наступне визначення біржової спекуляції. *Біржова спекуляція* - це економічні відносини між учасниками біржової торгівлі з приводу інвестування коштів у купівлю-продаж цінових або курсових ризиків через укладання ф'ючерсних та опціонних контрактів з метою отримання надприбутків. Це особливо ризикова інвестиційна технологія.

Спекулянт на ф'ючерсній біржі відіграє надзвичайно важливу роль, він забезпечує глибину та обсяг ринку, а саме це дозволяє хеджерам вільно вступати в ринок або виходити з нього. Спекулянти присутні на ринку завжди, репрезентують обидві сторони - купівлю та продаж. Займаючи позицію на ф'ючерсному ринку, спекулянт вкладає свій ризиковий капітал, який він може дозволити собі втратити при несприятливих цінових умовах, сподіваючись отримати прибутки від правильного прогнозування майбутнього руху цін. За даними зарубіжних дослідників та статистики на західних біржах понад 75% спекулянтів втрачають кошти в процесі виконання

угоди, це стається через фінансове страхування, що його отримують хеджери за ф'ючерсними контрактами. Ф'ючерсна біржа дозволяє виробникові та споживачеві застрахуватися від збитків лише за рахунок спекулянта.

У роботі пропонується переглянути негативне ставлення до спекуляції, в першу чергу біржової, яке блокує створення законодавчої бази, адекватної потребам здорового ринку, котрий не лише вносить ризик у економічну діяльність, але й має відповідні методи щодо його зменшення або ефективного управління. З цією метою здійснено комплексне дослідження спекуляції у історичній ретроспективі, проілюстровано методику використання основних спекулятивних стратегій міжнародних ф'ючерсних ринків.

Спекулювати ф'ючерсами та опціонами на міжнародних біржах може кожен, у кого є персональний комп'ютер з доступом до Internet, що якраз і сприяє індивідуалізації інвестиційної діяльності. Для укладання ф'ючерсних угод спекулянту не обов'язково мати товар, потрібні лише кошти, достатні для сплати програшу при помилці в розрахунках на зміну ціни. Особливо акцентується помилковість твердження, що біржова спекуляція подібна до гри на підвищення чи пониження цін без жодного народногосподарського значення. Насправді спекулянт, виконуючи ф'ючерсні угоди, стоїть посередині між різними контрагентами, кожен з яких зокрема може мати на меті укладання реальної угоди. Народногосподарське значення спекуляції полягає у розширенні ринку та нівелюванні зміни цін у часі і просторі.

Визнані економісти Заходу, що постійно аналізують практику спекулятивних операцій, узагальнили ряд правил, які допомагають спекулянтам уникнути великих втрат. У роботі систематизовано ці правила і подано як методику спекулятивної діяльності, яку уже сьогодні можуть використовувати українські інвестори. Основним правилом, на якому наголошують теоретики і яке успішно застосовують трейдери ф'ючерсних бірж, є спекулювання лише такими коштами, які спекулянт може дозволити собі втратити.

Спекулятивна діяльність має націлюватися на мінімізацію збитків та максимізацію прибутків. Великі прибутки мають сенс лише тоді, коли отримуються досить часто і за розмірами перебивають збитки. Прибутки необхідно порівнювати з витратами на проведення спекулятивних операцій. Витрати на угоду складаються з комісійних, що виплачуються брокерові, та цінового спреда між купівлею та продажем. При таких розрахунках користуються простими правилами обчислення беззбитковості. У дисертації на конкретних прикладах показано, що ризикуючи 20% капіталу в кожній операції, ймовірність втратити весь капітал є досить високою – 40%. І навпаки, при інвестуванні в одну операцію 5% капіталу, ймовірність його втрати становить лише 2%.

Успішні спекулятивні операції вимагають вироблення відповідних стратегій спекуляції, що передбачають аналіз та прогноз цін та ефективне керівництво виділеним для цих цілей капіталом. У роботі доведено до методичних рекомендацій використання різних стратегій спекуляції ф'ючерсними та опціонними контрактами, які можна застосовувати на міжнародних ф'ючерсних біржах.

У дисертації всебічно досліджено іншу, не менш важливу технологію міжнародних ф'ючерсних ринків – хеджування цінових ризиків. Під хеджуванням розуміється компенсація ризиків, перенесення їх за допомогою строкових контрактів з



ринку реальних товарів, на відміну від операцій страхування, які об'єднують ризик. У найзагальнішому значенні хеджування – це процес збалансування ринкових позицій учасників з метою уникнення або мінімізації фінансових втрат.

Операція хеджування полягає в тому, що фірма або особа, яка продала (купила) реальний товар поза біржею або на біржі з поставкою в майбутньому (форвард), бажаючи використати існуючий на момент укладення угоди рівень цін, одночасно виконує таку ж або обернену операцію на ф'ючерсному ринку. Після поставки-отримання реального товару на ф'ючерсному ринку викупувають продані або продають куплені до цього ф'ючерси. Ф'ючерсні угоди страхують купівлю-продаж реального товару від можливих збитків у зв'язку із зміною цін на ринку конкретного товару. Принцип страхування полягає в утриманні позиції на ф'ючерсному ринку проти позиції на ринку фізичних товарів.

Для хеджу важливою особливістю ф'ючерсних контрактів є те, що вони є обов'язковими угодами. Це означає, що виконання контракту на товари, іноземну валюту, облігації та контракти з індексами акцій можуть завершуватися поставкою або розрахунком грішми. Хеджування як особливий вид фінансових послуг доповнює послуги страхових компаній, які беруть на себе страхування різних видів ризиків, крім одного – жодна з них не страхує ризику зміни цін та курсів на будь-які активи у майбутньому. Через бажання запобігти ціновим та курсовим ризикам у майбутньому і з'явився сам ф'ючерсний контракт.

Кожен, хто вирощує, переробляє або виготовляє товар з метою його продажу, має справу з ціновими ризиками доти, доки володіє матеріальними ресурсами. Якщо впродовж періоду володіння ринкова ціна на сировину різко знижується, продажна ціна товару набагато нижча від прогнозованої, виробник має втрати. Відповідно кожен, чий бізнес залежить від постійної поставки товарів за визначеними цінами, має справу з подібним ризиком, хоч і не володіє матеріальними ресурсами. Для уникнення таких ризиків продавці і покупці матеріальних ресурсів можуть застрахуватися на ф'ючерсному ринку. Підвищена цінова нестабільність на товарних і фінансових ринках України викликала жвавий інтерес до методів страхування майбутніх доходів, зменшення ризику ведення бізнесу. Цей інтерес відчувається як у теоретиків, так і практиків.

У дисертації з використанням системного підходу проаналізовано суть хеджування, його види, доведено до методичних рекомендацій використання різних хеджевих стратегій, показано методи визначення їх ефективності. Пропонується методика проведення хеджування на зарубіжних біржах, яку до появи вітчизняних ф'ючерсів, можна використовувати українським торговцям реальними сировинними активами. Учасникам сировинних ринків, особливо ринків таких стратегічних активів, як зернові культури, цукор, нафта тощо, які продають і купують їх в тому числі на зарубіжних ринках за іноземну валюту, рекомендується створити спеціальні підрозділи для управління ціновими ризиками, в які підбирати фахівців, знайомих з технологіями роботи з строковими похідними фінансовими інструментами, в тому числі біржовими ф'ючерсами та опціонами.

Запропоновано алгоритм, за яким може прийматися рішення щодо хеджування цінових ризиків за допомогою біржових ф'ючерсів та опціонів. (Рис.4) У роботі рекомендується здійснювати хеджування саме через зарубіжні ф'ючерсні біржі,

оскільки хеджування за допомогою позабіржових строкових інструментів само несе величезний ризик, що для вітчизняних торговців є неприйнятним, оскільки вони не мають надійних схем роботи через зарубіжних фінансових посередників та каналів переказу реальних коштів.

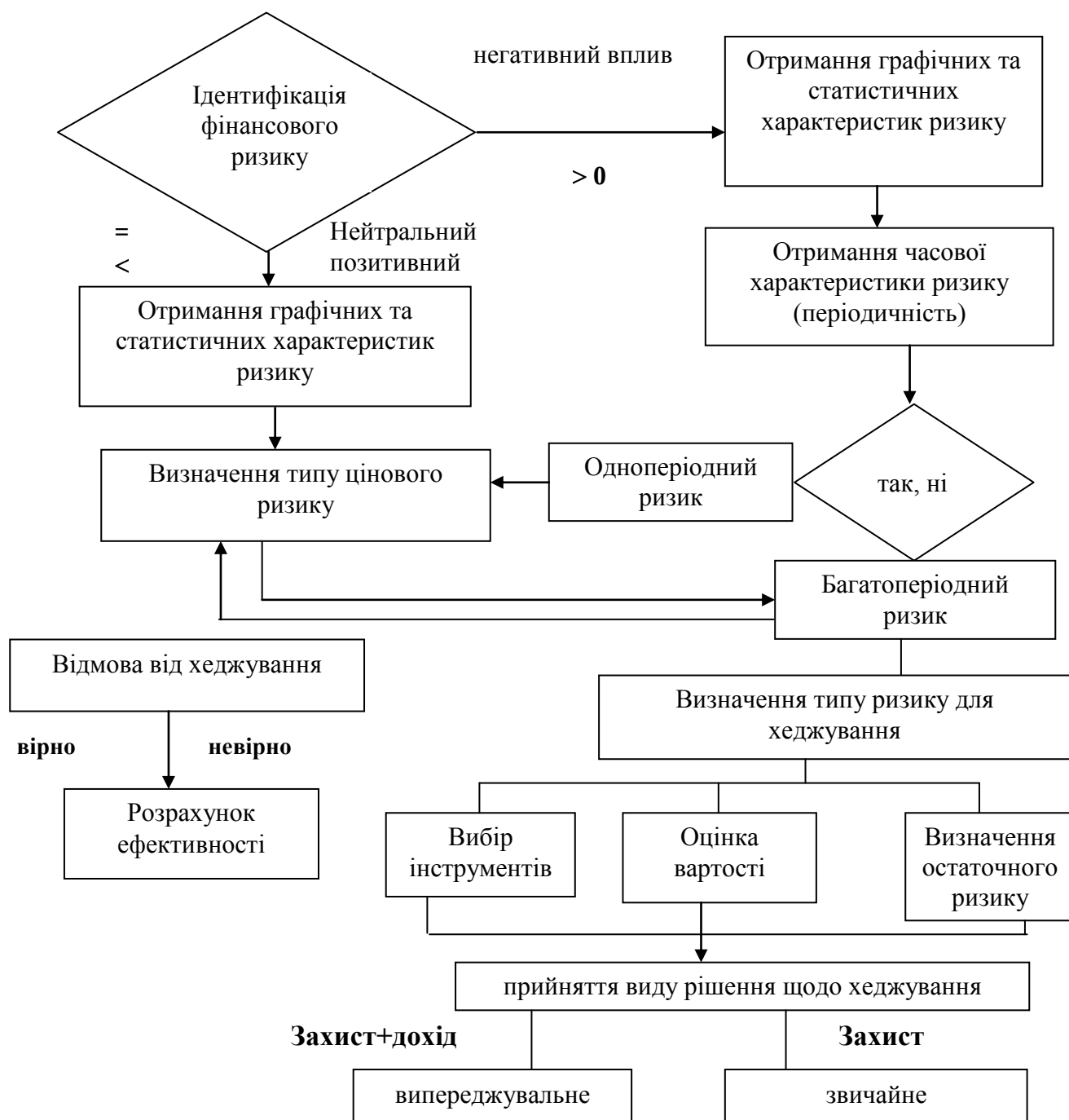


Рисунок 4. Алгоритм проведення хеджевих операцій

У п'ятому розділі – “Концепція становлення ф'ючерсних ринків в Україні в процесі інтегрування у світові економічні структури” проаналізовано сучасний стан біржового будівництва в Україні, показано проблеми, невирішені питання у процесі становлення ф'ючерсних ринків основних активів, виявлено причини кризи універсальної товарної та фондової бірж, запропоновано концепцію становлення

ф'ючерських ринків, яка передбачає основні засоби для цього та окреслює постійні та першочергові дії.

У світі функціонує майже 50 товарних ф'ючерських бірж. На 01.01.2003 року в Україні за даними Міністерства статистики налічувалося 414 бірж. Біржі України різноманітні за своєю структурою, складом учасників, правилами біржової торгівлі. При їх становленні засновники, як правило, не ставили перед собою завдання по концентрації біржового обігу для творення ринкових цін на сировину, капітали та валюту. Біржі, особливо товарні, засновувалися як гуртові посередники і, як правило, на них торгували і досі торгують дрібними партіями різноманітних товарів, які у світовій практиці не є об'єктами біржової торгівлі.

Структура біржового обігу України незаперечно підтверджує, що біржі в нашій країні практично виконують роль примітивного посередника. За п'ять останніх років обсяг укладених угод зростає в 11,1 рази, в основному через зростання оборотів на фондовому ринку (у 170 разів), водночас обсяг угод із сільськогосподарською сировиною зменшився у 4,1 рази, валютою у 1,5 рази ([www.nabu.riev.ua](http://www.nabu.riev.ua)). В Україні досі не створена біржа, яка відповідала б своїй ролі регулятора стихійних процесів ціноутворення базових активів. Жодна із функціональних у 2003 році в Україні бірж не відповідає за своєю суттю класичному поняттю біржі ні в економічному, ні в організаційному аспектах. Практика біржового будівництва не створила кола біржових товарів, не запровадила торгівлі стандартизованими контрактами на жоден з базових активів.

Проведений у дисертації аналіз процесів біржового будівництва в Україні виявив причини кризи універсальної товарної та фондової бірж, до яких віднесені: відсутність єдиної державної політики щодо структурування товарних та фінансових ринків на спотовий та строковий сегменти; недосконалість біржового законодавства; наявність небіржового товару; невизначеність статусу клірингових установ. У дисертації зроблено висновок, що біржа як регулятор та індикатор ринків в Україні відсутня, оскільки ринки основних активів також не створені. У формуванні цієї сфери Україна суттєво відстала від своїх найближчих сусідів, не лише Угорщини, Польщі, Чехії, але й Росії. У роботі акцентується на необхідності створити належні політичні і, головне, економічні умови, які у комплексі можуть дати поштовх у розв'язанні складних питань становлення ліквідних ринків та їх інтеграції до світового простору.

У дисертації запропоновано концепцію становлення ф'ючерських ринків всіх активів одночасно. Ця концепція докорінно відрізняється від існуючих в Україні окремих концепцій становлення ф'ючерських товарних сировинних та фінансового ринків. Основою цієї концепції є прискорене становлення ринків основних активів з одночасним їх структуруванням на спотовий та строковий сегменти. Головним завданням на зерновому ринку сьогодні є залучення на біржу потужних покупців (резидентів та нерезидентів), що мають великий досвід роботи на міжнародних ринках. Це можуть бути російські, українські переробники, торговельні посередники, що досконало вивчили митні процедури, знають кон'юнктуру ринку. Не можна допустити щоб і надалі в Україні не було жодного потужного зернового трейдера. За таких умов Україна не зможе конкурувати на міжнародних ринках.

У дисертації пропонується на основних сировинних ринках України (зерно, цукор, олія, жива худоба, метали) запроваджувати ф'ючерсну торгівлю. Для цього

необхідно визначити кілька баз доставки за спотовими, форвардними та ф'ючерсними контрактами (склади, елеватори, холодильники наближені до кордонів та великих міст), використати досвід зарубіжних та вітчизняних бірж, що впроваджують ф'ючерсні контракти, проводять у пресі та Internet навчання з питань ф'ючерсної торгівлі, організувати співпрацю уряду, відповідних комітетів Верховної Ради та саморегулювних організацій з питань підготовки кадрів та доопрацюванні нормативної бази.

Ф'ючерсний ринок зобов'язань поставки-прийому стандартного товару у визначеному місці у встановлені строки сконцентрує попит і пропозицію в просторі і часі, зменшить цінові сезонні коливання. Особливо підкреслено важливість організації самостійної розрахункової (клірингової) установи для внесення депозитів, підтримуючої маржі, забезпечення ліквідності біржових угод, що може обслуговувати не лише аграрні ф'ючерсні біржі, але й фондові та валютні.

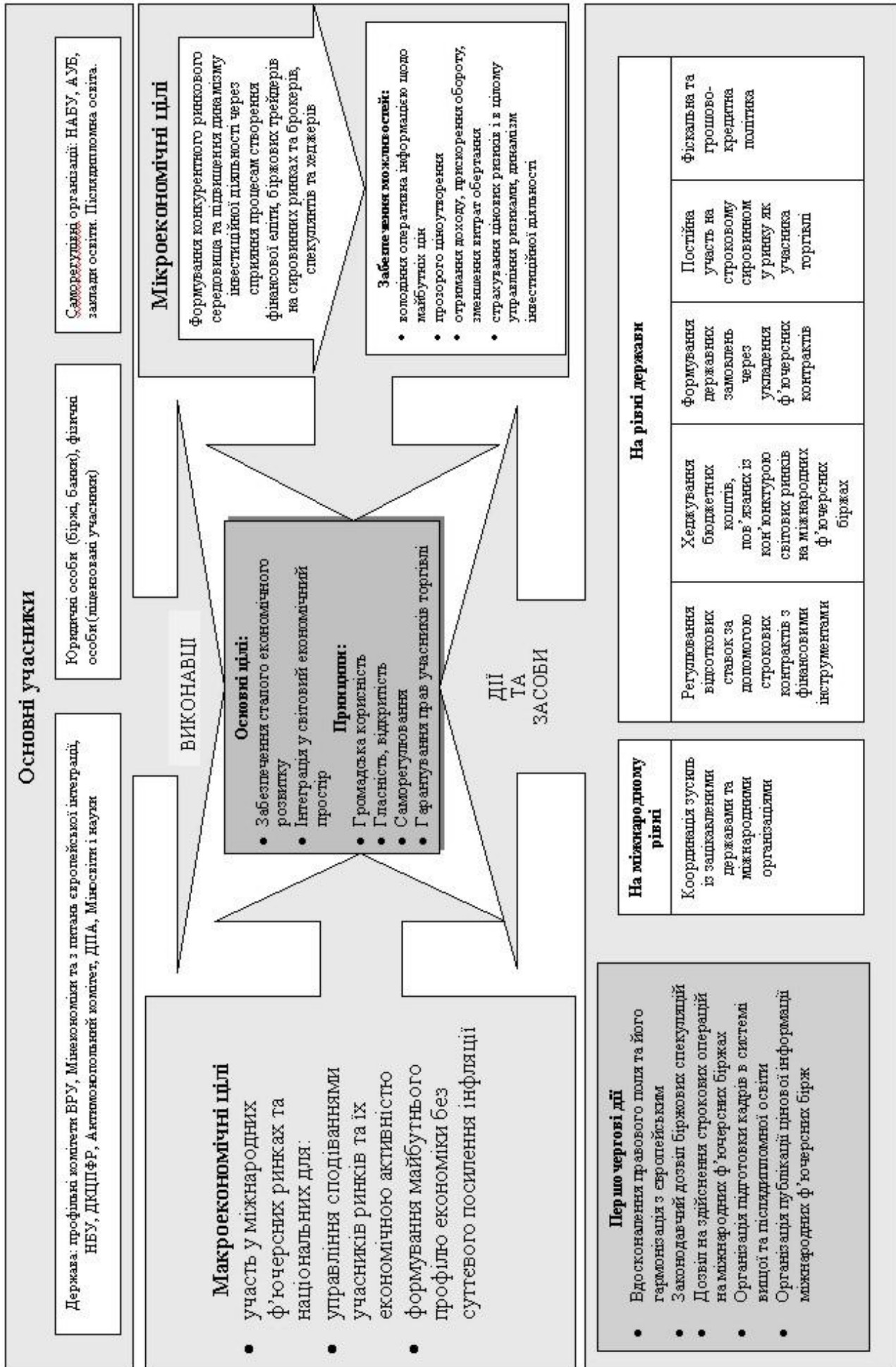
У роботі зазначено, що із впровадженням ф'ючерсної біржі в Україні вже відчутно запізнилися. Як простий гуртовий ринок біржа реального товару не потрібна, оскільки служить не для постачання товарів, а для виконання макроекономічних функцій: ціноутворення, хеджування, інформаційної, стабілізаційної. Біржа потрібна як чутливий барометр, що буде офіційно котирувати (реєструвати) ціни на біржові інструменти, вносячи стабілізаційний ефект в економічну діяльність.

Головними проблемами, які пропонується розв'язати при організації ф'ючерсної торгівлі сировиною, є визначення в законодавчому порядку переліку товарів, на які можна укладати ф'ючерсні контракти. Це має робити Комісія при Кабінеті Міністрів з ф'ючерсній торгівлі або відповідний відділ Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку. У зв'язку з тим, що товарний ф'ючерс є інструментом фінансового ринку, запропоновано доручити регулювати цей ринок саме Комісії з цінних паперів та фондового ринку, відкривши там спеціальний відділ.

Для успішного становлення ф'ючерсного ринку в Україні пропонується на державному рівні не лише внести зміни у біржове та банківське законодавство, але й виробити положення про розрахунково-клірингові установи бірж, де обумовити виняткову діяльність щодо здійснення біржових розрахунків. Ринок фінансових ф'ючерсів та опціонів має розвиватися у двох напрямках: впровадження у біржову практику власних фінансових інструментів та дозвіл українським інвесторам укладати угоди на провідних ф'ючерсних біржах світу.

Основою запропонованої у дисертації концепції становлення ф'ючерсних ринків є запровадження державного контролю на принципах громадської корисності, гласності та відкритості, довіри, саморегулювання, гарантування прав учасників торгівлі. (Рис. 5)

Одним із головних завдань держави, і України зокрема, є підтримка макроекономічної рівноваги економічних параметрів. Для вирішення завдань економічної рівноваги держава застосовує важелі фіскальної та кредитно-грошової політики. Однак, по мірі становлення організованого ринкового економічного механізму цих важелів стає недостатньо, більше того, зловживання ними призводить до зворотного ефекту. Потрібні нові елементи державного втручання. В цілому проблема управління економікою, проблема управління економічною активністю, зводиться до управління сподіваннями суб'єктів економіки. Лише підтримуючи у рівновазі сподівання, можна підтримувати спотовий ринок у стані динамічної рівноваги.



**Рис. 5. Концепція становлення ф'ючерсних ринків в Україні**

Ф'ючерсний (строковий) ринок є органічною частиною сучасної ринкової економіки, його інструменти держави використовують для формування майбутніх сподівань, майбутньої економічної кон'юнктури. Так як ф'ючерсні і опціонні контракти укладаються на основні економічні ресурси, то вплив держави через укладення таких операцій може бути суттєвим. Державне замовлення як одна із форм укладання строкових угод (форвардів) є не гнучким, не еластичним щодо кон'юнктури та досить затратним. Політика України щодо учасників сільськогосподарських ринків за всі роки реформ була саме такою. Активна участь держави в операціях на строковому ринку могла б сформувати систему гнучкого держзамовлення, що буде постійно уточнюватися. Використання такої системи дало би в руки держави додаткові важелі регулювання розвитку окремих галузей, економіки в цілому.

Крім безпосередньої участі на строковому ринку зернових, цукру, енергоносіїв тощо, операції на ринку фінансових ф'ючерсних контрактів (особливо на державні цінні папери) дозволять отримати ще один такий суттєвий важіль, як регулювання відсоткових ставок. Знизити їх можливо шляхом викупу Національним банком державних цінних паперів за більш високими курсами, або зменшити норму резервів для банків, або саму величину облікової ставки. Строкові контракти на державні цінні папери, що їх укладатиме Національний банк, допоможуть вирішити це завдання. Перевагою другого методу є формування майбутньої кон'юнктури без суттєвого посилення інфляційних процесів. Такими є найзагальніші підходи до становлення ф'ючерсних ринків в Україні.

## **ВИСНОВКИ**

Результати проведених у дисертації теоретичних узагальнень концептуальних підходів, наукових гіпотез і сучасних теорій міжнародних ф'ючерсних ринків як необхідного елементу глобальної фінансової архітектури, комплексного аналізу основних тенденцій та особливостей їх розвитку, послужили вихідною теоретико – аналітичною базою для нового вирішення важливої та актуальної наукової проблеми щодо вироблення концепції становлення ф'ючерсних ринків в Україні та дозволили сформулювати ряд висновків методологічного, концептуального та науково – практичного спрямування:

1. Міжнародні ф'ючерсні ринки одночасно є найдинамічнішим елементом сучасної глобальної фінансової архітектури та складною нелінійною хаотичною системою, елементами якої є інструменти, учасники та інфраструктура. Це біржовий сегмент міжнародного строкового ринку, основним товаром на якому є цінова невизначеність, пов'язана з фактором часу на ринку базового активу, що створює можливості ціноутворення майбутніх цін, страхування цінових ризиків, перерозподілу виробленої додаткової вартості з інвестиційною сферою. Ці ринки, мають величезний вплив на світову економіку в цілому, оскільки крім володіння оперативною інформацією щодо майбутнього профілю економіки, надають можливості значного збільшення обороту грошових коштів, різкого скорочення витрат обертання, пришвидшення реалізації товарів, зменшення ризику втрат від несприятливої зміни цін, прискорення повернення авансованого капіталу та отримання додаткового прибутку. Виявлені глобальні тенденції розвитку ф'ючерсних ринків дозволили дійти

висновку, що стрімке зростання їх обсягів є закономірністю еволюції міжнародної економіки, оскільки відбуваються у відповідь на підвищення її нестабільності.

2. З огляду на недостатнє дослідження проблем функціонування ф'ючерсних ринків в Україні, доробком автора є запропонована методологічна база, зокрема введено у науковий обіг такі категорії теорії міжнародної економіки як “строковий ринок” (система міжнародних економічних відносин між учасниками з приводу купівлі-продажу угод/контрактів із завчасною поставкою реальних активів (форварди), зобов'язань (ф'ючерси) та прав (опціони, варанти тощо) на ці активи за цінами та курсами, погодженими в момент їх укладання, з метою отримання доходу або страхування цінкових ризиків.); “ф'ючерсний ринок” (біржовий сегмент строкового ринку)“ ринок похідних фінансових інструментів”, “фінансовий інструмент”, “похідний цінний папір”, строковий похідний фінансовий інструмент”, зміст яких обґрунтовано у дисертації. Ф'ючерси та біржові опціони одночасно розглядаються як строкові та похідні фінансові інструменти, що обертаються на ринку у формі контрактів і не належать до похідних цінних паперів.

3. Запропоновану класифікацію біржових товарів з дотриманням вимог фінансової інженерії, (до традиційного переліку додано фінансові інструменти, як з негайною поставкою, так і строкові, зокрема форварди, ф'ючерси, прості, складні та екзотичні опціони, свопи та їх різноманітні синтетичні та гібридні комбінації, що використовуються на зарубіжних фінансових ринках для конструювання різних інвестиційних та хеджевих стратегій), а також здійснене розмежування фінансових інструментів на такі, що знаходяться в обігу у вигляді цінних паперів та строкових контрактів, автор рекомендує використати при удосконаленні національного законодавства, його гармонізації з міжнародним, зокрема європейським правом, при вирішенні завдань щодо вступу України до міжнародних організацій.

4. Проведене дослідження міжнародних ф'ючерсних ринків як ринків цінкових ризиків, що існують окремо від ринків базових активів, дозволило обґрунтувати важливі висновки щодо їх економічної суті та ролі, яку вони відіграють у світовій економіці. Зосереджуючись на цінovому аспекті, ці ринки істотно спрощують торгівлю, здешевлюють її, виконують організаційні та плануючі функції, через сподівання основних учасників формують майбутній профіль економіки, динамізуючи її. Ф'ючерсні ринки не можна вважати фінансовими „бульбашками”, оскільки на них не відбувається переоцінки вартості активів, як на фондових. Це міжнародні центри вивчення кон'юнктури та укладання строкових контрактів, які формують біржові котирування, а через хеджевий механізм фактичні майбутні ціни реальних активів. Міжнародні ф'ючерсні ринки є складовою третинного ринку, об'єктом купівлі-продажу на якому є цінова невизначеність, пов'язана з фактором часу на базових світових ринках. Саме із врахуванням цих фактів пропонується здійснювати подальші дослідження у сфері міжнародної економіки, при аналізі коректно використовувати статистичні дані про обсяги торгівлі, шукати причини існування фінансових „бульбашок” на інших сегментах глобальних фінансових ринків.

5. При дослідженні міжнародних ф'ючерсних ринків використано синергетичний підхід, який у фінансовій теорії дістав назву нелінійної парадигми за те, що відмовляється від лінійних моделей оцінки основних фінансових активів, статистичних методів визначення ризику через математичне сподівання та стандартне відхилення, які не можуть дати прогнози щодо руху ринкових цін. Його використання

дозволило дійти висновку, що нелінійні та хаотичні процеси становлення вітчизняних фінансових ринків, зокрема їх ф'ючерсних сегментів, вимагають використання таких нових інструментів аналізу, як теорія детермінованого хаосу, фрактальна геометрія, клітинні автомати, нейронні мережі, нечітка логіка тощо, за допомогою яких їх можна точніше моделювати їх подальший розвиток. Запропоновано вивчати ці інновації та застосовувати їх при аналізі економічних явищ.

6. Застосування у дослідженні ф'ючерсних ринків елементів теорії хаосу та фрактальної геометрії дало можливість запропонувати гіпотезу фрактальності ф'ючерсних ринків, яка через обґрунтування їх одночасного існування у кількох часових вимірах у вигляді фракталів простору та фракталів часу, підтверджує необхідність існування спекулянтів з різними періодами володіння активами, що в свою чергу дає змогу хеджерам завжди отримати страховий захист при небажаній зміні цін на реальні активи. Ф'ючерсні ринки є хаотичними і складними; характеризуються трендами та довгостроковими кореляціями; критичні рівні цінових змін з'являються внаслідок дії певних факторів у певний час; часові ряди цін, доходів та їх відношень при зменшенні часових періодів будуть виглядати подібними, або мати фрактальну структуру; достовірність прогнозів падає із збільшенням майбутніх періодів, тобто існує чутливість до початкових умов; ф'ючерсні ринки практично не бувають у рівноважному стані і є неефективними щодо інформації, однак саме ця їх особливість дозволяє стабілізувати реальні ринки.

7. Для вирішення завдань забезпечення ефективної участі національних учасників у міжнародних ф'ючерсних ринках досліджено економічну сутність ф'ючерсного контракту, що полягає у наданні учасникам реальних ринків надійних матеріальних гарантій виконання укладених угод з одночасним наданням можливостей здійснення спекулятивних інвестицій у забезпечені реальними активами контракти та функцію поставки за ф'ючерсними контрактами, через яку здійснюється зв'язок реального ринку з негайною поставкою з ринком прогнозних цін на цей актив. Надані продавцям та покупцям ф'ючерсних контрактів можливості приймати та виконувати реальні поставки підтверджують той факт, що ф'ючерсний ринок є прототипом ринку реального у його перспективі. Запропоновані методичні рекомендації щодо укладання ф'ючерсних угод доможуть суттєво спростити вихід національних інвесторів на міжнародні ф'ючерсні біржі, зокрема індивідуальних, через мережу Internet.

8. Виявлено особливості функціонування ринку опціонів (прав на купівлю та продаж активів у майбутньому за цінами, зафіксованими в момент укладання угоди) та окреслено сфери їх застосування через використання конкретних стратегій для управління ціновими ризиками на товарних та фінансових ринках та в цілому у корпоративному управлінні. Опціони дають можливість торгувати волатильністю (ціновою змінністю), що означає прибуткову торгівлю як при правильному визначенні цінових трендів так і при невірному їх прогнозі. Вироблені методики використання опціонів, в тому числі реальних, доцільно використовувати у всіх сферах управління, від вирішення інвестиційних завдань до мотивації менеджерів.

9. Здійснений критичний аналіз сучасних зарубіжних концепцій формування майбутніх цін на основі раціональних сподівань основних учасників (хеджерів, позиційних спекулянтів та арбітражерів) показав їх формально-аксіоматичний характер, неспроможність формування на їх основі точних прогнозів щодо майбутньої динаміки ф'ючерсних та спотових цін. Запропоновані шляхи корегування цих



концепцій через використання принципово нових напрямів економічної науки, зокрема психологічної економіки, поведінкових фінансів можуть бути використаними у подальших наукових дослідженнях. Для формування вірних прогнозів стосовно власних сподівань учасникам основних ринків у роботі пропонується використовувати нові для вітчизняної науки та практики фундаментальний і технічний аналізи ф'ючерсного ринку, для чого вироблені узагальнені методики.

10. Для вирішення проблем уніфікації та гармонізації розрахунків та системи фінансових гарантій виконання угод досліджено біржовий кліринг. Аргументовано, що біржовий кліринг як процес врегулювання зобов'язань за ф'ючерсними контрактами, є спеціальною технологією забезпечення фінансових гарантій та ліквідності ф'ючерсного ринку. Запровадження в Україні клірингової установи як унікальної організації - організатора ф'ючерсної торгівлі, що ґрунтується на маржевих внесках (депозит та варіаційна маржа), гарантійному та додатковому фондах, дасть можливість створити організаційні передумови для становлення ф'ючерсних ринків.

11. В процесі обґрунтування економічної ролі спекуляції та хеджування цінних ризиків, виявлено, що народногосподарське значення першої полягає у наданні страхового захисту від негативних цінних коливань суб'єктам господарювання. Визначено економічну сутність хеджування цінних ризиків на міжнародних ф'ючерсних ринках, яке здійснюється через збалансування позицій на реальних товарних та фінансових ринках через одночасне укладання ф'ючерсних та опціонних контрактів. Запропоновані методики укладання спекулятивних та хеджевих операцій та вироблений алгоритм прийняття рішень щодо вибору виду хеджування та його необхідності можуть використовуватися спочатку на міжнародних ф'ючерсних ринках, а згодом і на національних.

12. Проведене автором дослідження показало, що існуючі в Україні концептуальні підходи щодо становлення окремо ф'ючерсних сегментів на товарних та фінансових ринках виявилися хибними та не призвели до бажаного впорядкування цих ринків. Створені в процесі реформ універсальні товарні та фондові біржі перебувають у кризі, основними причинами якої є: відсутність єдиної державної політики щодо структурування товарних та фінансових ринків на спотовий та строковий сегменти; недосконалість біржового законодавства; наявність небіржового товару; невизначеність статусу клірингових установ. Для досягнення успіху в процесі формування ліквідних ринків у дисертації запропонована цілісна концепція становлення ф'ючерсних ринків всіх активів одночасно, що включає суттєві зміни державної політики біржового будівництва, які полягають у формуванні системи управління сподіваннями суб'єктів економіки. Вирішення цієї проблеми без становлення ф'ючерсних ринків є неможливим. Основою запропонованої у дисертації концепції становлення ф'ючерсних ринків є запровадження державного контролю на принципах громадської корисності, гласності та відкритості, довіри, саморегулювання, гарантування прав учасників торгівлі. Реалізація запропонованих у концепції дій та заходів сприятиме реалізації стратегічного курсу України на інтеграцію у світовий економічний простір.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

### *Монографії:*

1. Сохацька О.М. Міжнародні ф'ючерсні ринки: теоретико – методологічні аспекти: Монографія – Тернопіль: Карт-Бланш, 2002. – 454с. (рецензія на монографію: Лапко О.О. Ф'ючерсні ринки як інноваційний сегмент глобального фінансового середовища // Економіка і прогнозування. - 2003.- №3. – С. 153-155)
2. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні: Монографія. - Тернопіль: Економічна думка, 1999. - 408с.

### *Підручники, посібники та брошури:*

3. Сохацька О.М., Дениско О.М. Біржова справа: Навчальний посібник. - К.: Тріада-Плюс, 1994. - 187с.(внесок автора: розділи „Товарна біржа” та „Валютна біржа”).
4. Сохацька О.М. Біржова справа: Підручник. – Тернопіль: Карт – Бланш, 2003. – 602с.
5. Сохацька О.М. Інструменти фондового ринку : зарубіжний досвід та практика України. Брошура. Серія „Бібліотечка менеджера” – проект доктора економічних наук, професора Савельєва Є.В. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – 46с.

### *Статті у фахових виданнях:*

6. Оганян Г., Сохацька О. Міжнародний досвід застосування похідних фінансових інструментів у корпоративному управлінні // Вісник ТАНГ. – 2002. – Випуск 7/2. – С. 18-23. (внесок автора: показано можливості застосування ф'ючерсних та опціонних контрактів у корпоративному управлінні)
7. Сохацька О.М. Фінансові інновації на ринку цінних паперів: методологічний аспект // Соціально-політичні дослідження в перехідний період. - Зб. наукових праць – Випуск 4. - Львів. – 2002. -С.229-237
8. Сохацька О.М. Методологічні аспекти дослідження ф'ючерсних ринків // Проблеми і перспективи розвитку банківської справи. – Суми: ВВП: “Мрія” ЛТД, 2002. – С.135-140.
9. Сохацька О. Сучасні тенденції розвитку світових ф'ючерсних ринків: уроки для України // Журнал європейської економіки. – 2002. - том I (№2). – вересень. – С. 185-212.
10. Сохацька О., Гаврилюк-Єнсен Л. “Електронний трейдинг – сучасна технологія біржової торгівлі //Вісник ТАНГ. – 2002. – Випуск 8/2. – С. 217-224. (внесок автора: визначено суть біржового електронного трейдингу)
11. Сохацька Олена Застосування опціонів у корпоративному управлінні // Економіст. - 2001. - №3. - 34-39.
12. Сохацька О. Біржова спекуляція: ретроспективний аналіз наукової думки // Наукові записки Зб. наукових праць кафедри економічного аналізу ТАНГ. -2001 - Випуск 10. - Частина 2. -Тернопіль: Економічна думка. - С.127-134.
13. Сохацька О.М. Опціони - фінансові інновації міжнародних ринків / Збір. наукових праць Вісник Національного університету Львівська політехніка. - Львів. - 2001. - №417. - 360-366.

14. Сохацька О.М. Економічна сутність біржової спекуляції // Банківська справа. – 2001. - №6(42). – С. 14-21.
15. Сохацька О.М. Державне регулювання ф'ючерсних ринків // Вісник ТАНГ. – 2001. – Випуск 14. – С. 42-49.
16. Сохацька О. Похідні фінансові інструменти хеджування портфеля цінних паперів на європейських фондових ринках / Вісник ТАНГ. – 2001. - №18/2. – С. 120-127.
17. Сохацька О.М. Строкові контракти з валютою // Наукові записки. Зб. наукових праць кафедри економічного аналізу ТАНГ. 2001. - Випуск 9. – С. 256-265.
18. Сохацька О.М. Теоретичні основи функціонування ф'ючерсних ринків // Економіка України. – 2001. - №12. – С. 55-61.
19. Сохацька О. Євроринок і його основні інструменти // Вісник ТАНГ, 2000. - №15. – С. 95-100.
20. Сохацька О.М. Зарубіжні біржові ринки // Фінанси України. - 2000. - №4. - С.59-67.
21. Сохацька О.М. Концептуальні засади ціноутворення на ф'ючерсних ринках // Банківська справа. - 2000. - №5. - С.29-32, С.63.
22. Сохацька О.М. Хеджування цінових та курсових ризиків – актуальний аспект підприємницької діяльності // Освіта як фактор формування людського капіталу. – Зб. наукових праць. – Острог: Вид. “Острозька Академія”, 2000. – С. 221-230.
23. Сохацька О. Інноваційні технології управління фінансовими ризиками // Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. Володимира Гнатюка. - Серія: Економіка - 2000. – Випуск №6. - С.49-54.
24. Сохацька О.М. Технічний аналіз біржових цін та курсів на сучасних фінансових ринках // Наукові записки. Зб. наукових праць кафедри економічного аналізу. – ТАНГ: Тернопіль. – 2000. – С. 26-30.
25. Сохацька О. Процедура поставки за ф'ючерсними та опціонними контрактами на зарубіжних біржових ринках // Вісник ТАНГ. - 1999. - Випуск 6. - С.213-223.
26. Сохацька О.М. Ф'ючерсний контракт як інструмент інвестиційного менеджменту // Вісник ТАНГ – 1998 – Випуск №5. – С. 21-38.
27. Сохацька О.М., Небилиця О.І. Пенсійні фонди як інституційні інвестори на зарубіжних фінансових ринках // Матеріали третьої міжнародної наукової конференції “Проблеми економічної інтеграції України у Європейський Союз: регіональні і соціально-економічні аспекти .-14-16 вересня. - 1998. - Ялта-Форос. - С. 113-116.
28. Сохацька О. Ринок похідних фінансових інструментів: зарубіжний досвід та реалії України// Економічний часопис. - 1998. - №11-12. - С.17-23.

#### ***Статті у інших виданнях, тези конференцій***

29. Сохацька О.М. Фрактальна модель фінансового ринку як новий аналітичний погляд на його економічну природу // Тези доповідей міжнародної наукової конференції “Розвиток підприємницької діяльності на Україні: історія та сьогодення”. Тернопіль. – 2003. – 24 березня. –С. 201-203.
30. Сохацкая Е.Н. Глобализация биржевых рынков: уроки для Украины //Юбилейна міжнародна конференція “ XX – ви век: очаквани реальности в бизнеса и менеджмента” – Том III – 26-27 октомври. – 2001. – Свиштов. – Болгария. – С. 42-45

31. Сохацька О. Маркетинг фінансових послуг // Проблеми маркетингу у постсоціалістичних країнах. Зб. наукових праць за редакцією А.Ліманського, Д.Штефанича. – Тернопіль - Катовіце: Джура, 2001. – С. 48-55.

32. Сохацька О. Шляхи реорганізації бізнес-освіти в Україні.// Зб. наукових праць науково-дослідницького центру “Економіка вищої освіти”. - Тернопіль: Економічна думка. – 2001 - С.38-42.

33. Сохацька О.М. Проблеми формування фінансової еліти в Україні // Збірник наукових праць Проблеми інтеграції науково-освітнього потенціалу в державотворчому процесі Випуск 1. .-Тернопіль: ТДТУ, 2001. - 171-173.

34. Сохацкая Е. Фундаментальный анализ на зарубежных биржевых рынках.- //Сборник научных трудов «Экономики в условиях перехода.» Научные исследования.-Свиштов: Хозяйственная академия им.Д.А.Ценова. - Болгария. 2000-С.72-82.

35. Сохацька О. Перспективи становлення біржових ринків в Україні// Україна на порозі ХХІ століття: економіка, державність. Збірник наукових праць по матеріалах міжнародної науково - практичної конференції в 2-х томах. Том І. - Вінниця. - 30-31 березня. - 2000. - С.95-100.

36. Сохацька О.М. Проблеми та перспективи становлення ф'ючерсного (строкового) ринку сировини в Україні // Економічні та гуманітарні проблеми розвитку суспільства у третьому тисячолітті. / Зб. Наукових праць - Рівне: "Tetic" - 2000. - С.274-279.

37 Сохацька О.М. Ретроспектива та перспектива державного регулювання ф'ючерсних ринків // Економіка і управління. - Науковий журнал. - 2000. - №1. - С.23-29.

38. Сохацька О.М. Фінансова інженерія управління фінансовими інноваціями в сучасних умовах глобалізації ринків // Теорія управління організацією: стан та перспективи. - Матеріали IV міжнародної науково-практичної конференції 6-7 квітня 2000 року. – Київ - Трускавець. - С.169.

39. Сохацька О. Кліринг біржовий // ЕКОНОМІЧНА ЕНЦИКЛОПЕДІЯ. У трьох томах.Т.1 / Редкол.: С.В.Мочерний (відп.ред) та ін.- К.: Видавничий центр “Академія”, 2000. - С.774-775.

40. Сохацька О.М. Шляхи вдосконалення підготовки фахівців з напрямів “Економіка” та “Менеджмент” у вузах України // Розбудова менеджмент-освіти в Україні. Матеріали щорічної національної конференції. - Київ. - 2000. - С.101-103.

41.Тарнавська Н., Сохацька О. Проблеми відновлення і розвитку інвестиційного потенціалу в системі антикризового управління підприємством // Персонал. – 2000 - № 1(55). - С.151-155.

42. Сохацька О.М. Проблеми і перспективи становлення строкових (ф'ючерсних) ринків в Україні // Матеріали 7-ї міжнародної науково-теоретичної конференції “Особливості економічної політики постсоціалістичних країн в умовах глобалізації світової економіки. - Київ. - 25-26 листопада. - 1999. - Модуль 3. - С.42-46.

43. Сохацька О. Ф'ючерсні ринки Європи: особливо ризикові інвестиції та хеджування. // Матеріали четвертої міжнародної наукової конференції „ Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: інвестиційний аспект” – 14-16 вересня – 1999. – Ялта-Форос. –С. 98-91.

44. Сохацька О. Причини кризи універсальної товарної біржі в Україні 90-х років //Формування економічних відносин в умовах ринку. Зб. наукових праць

кафедри економіки, обліку і контролю в невиробничій сфері. ТАНГ: Випуск 2 / Науковий редактор доктор економічних наук, професор Фаріон І.Д.- Тернопіль: “Економічна думка”, 1998. - 22-29.

45. Сохацька О.М. Комерційні банки на ринку цінних паперів України // Формування економічних відносин в умовах ринку : Зб. наукових праць. Випуск 1 Науковий редактор , доктор економічних наук Фаріон І Д.- Тернопіль: ІОА, 1997. - С.19-22.

## АНОТАЦІЯ

*Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні. – Рукопис.*

*Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.05.01 – Світове господарство і міжнародні економічні відносини. – Тернопільська академія народного господарства Міністерства освіти і науки України – Тернопіль, 2003.*

У дисертації досліджено концептуально-методологічні засади формування глобальних тенденцій розвитку міжнародних ф'ючерсних ринків у сучасному світовому фінансовому середовищі та сформовано цілісну концепцію їх становлення в Україні.

Обґрунтовано економічну сутність міжнародних ф'ючерсних ринків як третинних ринків, об'єктом купівлі-продажу на якому є невизначеність, пов'язана з фактором часу на ринку базових активів, запропоновано гіпотезу фрактальності ф'ючерсних ринків, де у якості фракталів часу використано інвестиційні горизонти учасників ринку, у якості фракталів простору – цінові графіки, відомі як графіки технічного аналізу.

Проведено системне дослідження процесу біржового будівництва в Україні, показано причини кризи універсальної товарної біржі. Запропоновано концепцію становлення ф'ючерсних ринків у процесі інтегрування у світові економічні структури та визначено шляхи її реалізації.

**Ключові слова:** міжнародні ф'ючерсні ринки, строковий ринок, фінансові інструменти, строкові похідні фінансові інструменти, ф'ючерс, опціон, третинний ринок, спекуляція, хеджування, фінансова інженерія, нелінійна парадигма, гіпотеза фрактальності, теорія хаосу, трейдери, спекулянти, хеджери.

## АННОТАЦИЯ

*Сохацкая Е.Н. Фьючерсные рынки: глобальные тенденции и становление в Украине. – Рукопись.*

*Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.05.01 – Мировое хозяйство и международные экономические отношения. – Тернопольская академия народного хозяйства Министерства образования и науки Украины. – Тернополь, 2003.*

В диссертации исследованы концептуально-методологические основы функционирования международных фьючерсных рынков, выявлены их сущность, роль

и место в системе глобального финансового рынка, а также существование глобальных тенденций развития и предложена целостная концепция их становления в Украине.

Значительное внимание уделяется теоретическим аспектам и анализу практики функционирования фьючерсных рынков в мировой финансовой архитектуре, показаны причины и выявлены тенденции их стремительного развития в современной изменчивой динамической среде на фоне полного отсутствия в Украине. Предложено методологию их изучения, введены категории «срочный международный рынок», «международные фьючерсные рынки», «срочные финансовые инструменты», «производные финансовые инструменты», «фьючерсы», «опционы». Разработан новый подход к классификации биржевых товаров с добавлением финансовых инструментов с немедленной поставкой, срочных, производных, экзотических, синтетических и гибридных, которые являются основой инновационного вида финансовой деятельности – финансовой инженерии. Предложена классификация финансовых инструментов с использованием таких классификационных признаков как срочность и производность, выделены инструменты, которые обращаются на рынке в виде биржевых контрактов (фьючерсы и опционы) и ценных бумаг (опционное свидетельство)

Исследована экономическая сущность международных фьючерсных рынков как третичных рынков, объектом купли-продажи на которых выступает неопределенность, связанная с фактором времени на рынке основных активов; предложено использование нелинейной парадигмы как составляющей синергетического подхода в экономических исследованиях, в контексте которого предложено гипотезу фрактальности фьючерсных рынков, как научно обоснованное допущение нового объяснения их сущности, где в качестве фракталов пространства выступают ценовые графики технического анализа рынка, а в качестве фракталов времени – инвестиционные горизонты основных участников. Фрактальная размерность показывает, какую часть плоскости занимает ценовой график технического анализа, что позволяет точнее определять его свойства и прогнозировать будущую динамику.

Особое внимание уделено выяснению экономической сущности основных инструментов международных фьючерсных рынков, фьючерсных и опционных контрактов с товарными и финансовыми активами, исследована процедура поставки по фьючерсным контрактам, доведено до практических рекомендаций их использование украинскими участниками товарных и финансовых рынков.

Большое внимание уделено исследованию основных технологий фьючерсной торговли. Выявлена экономическая сущность биржевого клиринга, аргументирована необходимость становления расчетной палаты в Украине как уникальной организации, которая обеспечивает организацию фьючерсного рынка, его целостность и ликвидность, а также служит гарантом выполнения заключенных операций.

В диссертации аргументировано, что основные концепции ценообразования фьючерсных цен являются формально-аксиоматическими. Их использование участниками фьючерсной торговли не дает возможности определять моменты зарождения трендов и продолжительность. В работе предлагается уточнить эти концепции с использованием элементов фрактальной геометрии, теории хаоса, психологической экономики, разработаны методики проведения фундаментального и технического анализа спроса и предложения на фьючерсном рынке, заключения

спекулятивных и хеджевых операций с учетом психологических факторов поведения биржевой среды и контроля над риском и капиталом.

Проведено системное исследование процесса биржевого строительства в Украине, показаны причины кризиса универсальной товарной биржи; предложена концепция становления фьючерсных рынков с целью обеспечения постоянного развития национальной экономики и ее интеграции в мировую экономику, которая включает набор первоочередных и постоянных действий для всех участников биржевой торговли и государства. Особенно подчеркнуто то обстоятельство, что при помощи фьючерсных рынков государство может решить свою главную задачу: эффективно управлять ожиданиями участников рынков и их экономической активностью.

**Ключевые слова:** международные фьючерсные рынки, срочный рынок, финансовые инструменты, срочные производные финансовые инструменты, фьючерс, опцион, третичный рынок, спекуляция, хеджирование, финансовая инженерия, нелинейная парадигма, гипотеза фрактальности, теория хаоса, трейдеры, спекулянты, хеджеры.

## ANNOTATION

*Sohatska O.M. The Futures Markets: global tendencies and becoming in Ukraine.- Manuscript.*

*Thesis for an obtaining of a scientific degree of Doctor of Economics on the major 08.05.01. – The World Economy and International Economic Relations. –Ternopil Academy of National Economy Ministry of Education and Sciences of Ukraine. – Ternopil. 2003.*

In a thesis the conceptual - methodological bases of formation of global tendencies of the international futures markets development in the modern world of financial environment are investigated and the complete concept of their becoming in Ukraine is generated.

The economic essence of the international futures markets as tertiary markets is proved, the object of sale and purchase on which there is the uncertainty, connected to the factor of time in the market of basic assets, in which the context of the hypothesis of the futures markets' factuality is proved, where in quality of time fractals the investment horizons of participants of the market are used, in the quality of space fractals.

During the research modern concepts of pricing of the futures prices, the system of exchange clearing and financial guarantees of futures market are analyzed and the technique of carrying out of the fundamental and technical analysis of a supply and demand in the futures markets, the techniques of realization speculative and hedging agreements are offered in the view of psychological factors and the control of risks and the capital.

The system research of process of the exchange construction in Ukraine is carried out; it is shown the reasons of crisis of a universal commodity exchange. The concept of becoming of the futures markets is offered during the integration in the world economic structures.

**Key words:** the international futures markets, the derivative market, financial tools, urgent derivative financial tools, the futures, an option, the tertiary market, gamble, hedging, financial engineering, a nonlinear paradigm, a hypothesis of factuality, the theory of chaos, traders, speculators, hedgers.

Підписано до друку 20.11.2003 р.  
Формат 60х90 1/16. Папір офсетний. Друк на різнографі.  
Умов.-друк. арк. 2,0. Обл.-вид. арк. 2,0. Зам № 24-1/11/03.  
Тираж 100 прим.

Видруковано у Комп'ютерно-інформаційному центрі "Прінт-Офіс"  
46004, Тернопіль, вул. Л... і, 9, тел. 8-067-672-0226

