

**Література:**

1. Гарнавенко С.С. Маркетинг: Підручник. – К.: КНЕУ, 2002. – 148 с.
2. Залманова М.Е. Логистика: Учеб. пособ. для студентов экон. специальностей вузов. – Саратов: СГТУ, 1995. – 166 с.
3. Зеваков А.М. Логистика материальных запасов и финансовых активов. – СПб.: Питер, 2005. – 352 с.
4. Крикавський Є. Логістика. Основи теорії: Підручник. – Львів: НУ „Львівська політехніка” „Інтелект – Захід”, 2004. – 416 с.
5. Миротин Л.Б., Ташбаев Ы.Э. Логистика для предпринимателей: Учеб. Пособие. – М.: Инфра – М. 2003. – 252 с.
6. Николайчук В.Е., Кузнецов В.Г. Теория и практика управления материальными потоками. Монография. – Донецк: «КЛТИС», 1999. - 413 с.
7. Окландер М.О., Хромов О.П. Промислова логістика: Навч. Посіб. – К.: ЦНЛ, 2004. – 222 с.
8. Пономарьова Ю.В. Логістика: Навч. посіб.: Вид. 2-е., перероб. та доп. – К.: ЦНЛ, 2005. -328 с.
9. Радионов Н.В., Радионова С.П. Логистика: нормирование сбытовых запасов и оборотных средств предприятий: Учеб. пособ. – М.: Дело, 2002. – 416 с.
10. Тридід О.М., Таньков К.М. Логістичний менеджмент: Навч. посіб./ За ред. проф., д-ра экон. наук О.М. Тридіда. – Х.: ВД „Інжек”, 2005. – 224 с.
11. Уотерс Д. Логистика: Управление цепью поставок: Пер. с англ. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 503 с.
12. Ballou R.H. Basic business logistics. – N-Y: 1987. – 438 p.
13. Bowersox D.J., Closs D.J. Logistical Management. The Integrated Supply Chain Process. – N-Y.: McGraw –Hill Companies Inc., - 375 p.
14. Busher J., Tundall G. Logistics excellence // Management Accounting/ - 1987. - № 8 – p. 32-39.
15. Drucker P. F. The Economy's Dark Continent // Fortune, Apr. 1962.

Кантур С.Ф.

УДК 338.246.

**ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПРИРОДА ВАРРАНТА**

**Постановка проблемы.** В системе производных ценных бумаг существуют деривативы базового типа и модифицированные деривативы. В процессе модификации производных ценных бумаг появляются либо сложные («перезрелые»), либо упрощенные («незрелые») деривативы. В сложных деривативах развивается одно из основных качеств опорного дериватива, или сочетаются качества нескольких деривативов, вследствие чего появляется новая производная ценная бумага. В незрелых деривативах используются лишь некоторые характеристики опорных деривативов. Опорные (зрелые) деривативы – это фьючерс, своп и опцион; сложные (перезрелые) деривативы – это кэп, фло, коллар. К незрелым деривативам относятся форвардный контракт, право и варрант. Форвардный контракт в процессе видоизменения превратился в зрелый дериватив – фьючерсный контракт, а право и варрант представляют собой упрощенные варианты опциона колл. Варрант – одна из тех производных ценных бумаг, которые допускаются фондовым законодательством Украины. Рассмотрим его основные черты и особенности в Украине.

**Анализ основных исследований и публикаций.** В украинских нормативных документах варрант упоминается только один раз. В утвержденных ГКЦБФР «Правилах выпуска и обращения фондовых деривативов» варрант определяется как «разновидность опциона на покупку, который выпускается эмитентом вместе с собственными привилегированными акциями или облигациями, и предоставляет его собственнику право на приобретение простых акций данного эмитента на протяжении определенного периода времени по определенной цене» [1]. Как правило, существенных различий в определении варранта у различных авторов нет. Так, Р. Тьюлз, Э. Бредли и Т. Тьюлз, определяют варрант как инструмент аналогичный опциону «колл», который может быть исполнен в течение более длительного периода времени [2, с. 647]. Согласно Л.А. Примостке, варранты – «это соглашения, которое свидетельствует о праве их владельца на приобретение ценных бумаг у эмитента по цене исполнения в любое время до окончания срока действия этого варранта» [3, с. 8]. В.Н. Шелудько характеризует варрант как «производную ценную бумагу, которая предоставляет владельцу право на покупку определенного количества акций корпорации по специальной фиксированной цене на протяжении установленного периода времени» [4, с. 149]. По мнению А.Н. Буренина, варрант – это просто американский опцион на покупку определенного количества акций или облигаций [См. 5, с. 214-216]. Несмотря на близость приводимых определений варранта, следует, тем не менее, более четко установить общие черты и отличия опциона и варранта, а также раскрыть особенности варрантов на фондовом рынке Украины.

**Цель исследования.** Охарактеризовать варрант как особый вид производных ценных бумаг, рассмотреть особенности варрантов в Украине и перспективы их применения.

Для достижения поставленной цели решаются следующие задачи:

- дается характеристика варранта как незрелого дериватива;
- устанавливаются общие черты и отличия между варрантом и опционом колл;
- исследуются особенности варрантов в Украине, их правовая база и условия применения;
- определяются перспективы использования варрантов на рынке ценных бумаг Украины.

**Результаты.** Варрант представляет собой дериватив, выпускаемый в обращение акционерными обществами вместе с основными ценными бумагами (акциями или облигациями), и дающий право его покупателю приобрести у эмитента варранта определенное количество этих бумаг по определенной цене в течение установленного срока при условии достижения основными бумагами пороговой цены. Обычно варранты выпускаются вместе с основными ценными бумагами с целью повышения привлекательности этих бумаг для инвестора. В зависимости от того, вместе с какими именно бумагами выпускают варранты, различают варранты акций и варранты облигаций. Обладание варрантами дает их владельцам возможность получить прибыль на курсовой разнице, в случае, если курс акций эмитента будет иметь тенденцию к росту. При выпуске варрантов на облигации эмитент неизбежно увеличивает размеры своей задолженности. Условия варранта облигаций могут предусматривать обмен варранта как на облигацию, вместе с которой он был эмитирован, так и на другую облигацию.

Наибольшее родство варрант демонстрирует с американским колл-опционом (опционом на покупку, который может быть исполнен в течение срока действия контракта). Покупатель варранта, как и покупатель опциона на покупку, получает договорное право на приобретение базисного актива по цене исполнения в течение обусловленного срока. Вместе с тем, варрант имеет существенные отличия от опциона на покупку. Эти отличия состоят в следующем.

Во-первых, базисными активами опциона колл могут быть не только ценные бумаги, но и другие виды активов, в то время как варрант выпускается исключительно под ценные бумаги;

Во-вторых, опционы колл являются краткосрочными контрактами и обычно действительны лишь несколько месяцев; варранты выпускаются на более длительные сроки, обычно более чем на год, а чаще всего на срок от 10 до 20 лет. Некоторые варранты, используемые в США, не имеют срока истечения, то есть фактически обращаются столько, сколько и стоящие за ними акции.

В-третьих, опционы колл продаются лицом, которое может владеть или не владеть соответствующим активом, а варрант выпускается в обращение только эмитентом тех ценных бумаг, которые являются базисным активом варранта.

В-четвертых, необходимым условием исполнения варранта является достижение базисным активом варранта на рынке спот определенной пороговой цены, в то время как опцион колл может быть исполнен при любой спот-цене, которая будет приемлемой для владельца опциона.

В-пятых, варранты обеспечивают приток в акционерное общество дополнительного капитала, тогда как выпуск опционов преследует другие цели.

В-шестых, цена исполнения опциона неизменна в течение срока его обращения, а цена исполнения варранта может быть постоянной, но может и меняться с течением времени в сторону повышения. Начальная цена исполнения варранта в момент его выпуска, как правило, устанавливается выше цены спот на акции.

В-седьмых, опцион всегда представляет собой отдельную производную ценную бумагу, а варрант может выпускаться как вместе с основной ценной бумагой, так и по отдельности. Наконец, варрант может быть эмитирован как неотъемлемая часть основной бумаги, а в последствии от нее отделен [2, с.582].

Выпуск варрантов делает размещение ценных бумаг эмитента более привлекательным и сокращает его эмиссионные расходы. После выпуска варрантов, они отделяются от ценной бумаги и начинают обращаться самостоятельно. Когда варрант отделяется от ценной бумаги, то цена ее продажи уменьшается на цену варранта.

Компания не может заставить владельцев варрантов использовать их (это общая черта опциона и варранта – «право отхода»), то есть она не может контролировать, как будет использован варрант и произойдет ли увеличение собственного капитала акционерного общества. Только момент истечения срока действия варранта устанавливает предел его обращению. Это значит, что финансирование компании посредством варрантов означает потенциальное размывание капитала.

Торговля варрантами ведется на фондовых биржах и внебиржевом рынке. Котировки активно торгуемых варрантов печатаются в финансовой прессе в разделе, посвященном акциям.

Проведем классификацию варрантов. В основу этой классификации положена классификация деривативов, изложенная нами ранее [См. 6, с. 140-143].

Варрант может быть классифицирован по следующим признакам:

- **По типу базисного актива**, варрант – это **материальный**, а более точно – **фондовый** дериватив. Базисный актив варранта, как правило, основная ценная бумага, т.е. акция или облигация. Необходимо отметить, что иногда упоминаются и другие варранты, например варранты на фондовые индексы или на цену нефти [См. 2, с. 647]. Однако недостаток первичной информации не позволяет нам рассмотреть такие варранты и определить их отличия от подобных опционов.
- **По обязательствам сторон**, варрант представляет собой **условный срочный контракт**. Это значит, что обязательства по варранту несет только эмитент, выпустивший варрант, а не его владелец. Держатель варранта не принимает на себя никаких обязательств по варранту, он исполняет его тогда, когда считает нужным. С условными контрактами варрант сближает также и условия заключения контракта: варранты также имеют цену (сходную с премией по

опциону), по которой они продаются. Часто премия по варранту составляет 15% от рыночной цены базисного актива [7, с.656].

- **По сроку существования**, варрант – единственная долгосрочная производная ценная бумага. Варранты могут выпускаться на срок 10, 20 и более лет. Более того, варрант – это уникальный дериватив, это единственная производная бумага, которая может быть **бессрочной**, подобно базисному активу этого варранта. Это связано с другим свойством варранта, его «обусловленностью».
- **По времени исполнения**, варрант – «**обусловленный**» дериватив. Дополнительным условием функционирования и исполнения варранта как срочного контракта является достижение основной бумагой, т.е. базисным активом, пороговой цены. Пороговая цена – это цена, при достижении которой, владелец варранта имеет право потребовать от эмитента базисного актива исполнить условия контракта – продать заранее оговоренное количество ценных бумаг предъявителю варранта. По украинскому законодательству, срок обращения варранта определен в 1 год [См. 1]. Это абсурд. Сущность варранта как раз и состоит в том, что он может быть исполнен не только в зависимости от срока, но и при условии достижения базисным активом пороговой цены. За короткий срок пороговая цена на базисный актив может и не измениться, и в этом случае варрант не будет исполнен.
- **По эмитентам**, варрант – ценная бумага, которая может быть эмитирована только эмитентом базисного актива, т.е. акций или облигаций.
- **По степени обеспеченности**, варрант – обеспеченный (покрытый) дериватив. Это означает, что в момент конверсии варранта в актив у эмитента всегда имеется в наличии необходимое количество актива.
- **По месту торговли**, варрант является универсальной производной ценной бумагой, он может торговаться как на бирже, вместе с основными ценными бумагами, так и вне биржи.
- **По степени зрелости**, варрант – это **незрелый** дериватив. Мы уже говорили о тесной взаимосвязи варранта и опциона. Опцион является опорным деривативом для варранта. Опцион обладает значительно большей вариабельностью по сравнению с варрантом. Это касается видов применяемых активов, наличия дополнительных условий, ограничений по эмитентам и т.д.

Особенности выпуска и обращения варрантов в Украине рассмотрены в «Правилах выпуска и обращения фондовых деривативов». Эти особенности состоят в следующем.

Во-первых, варрант может выпускаться только публичными акционерными обществами, причем исключительно в документарной форме.

Во-вторых, срок обращения варранта может составлять не более одного года, а объем базисного актива эмитента варрантов не должен превышать 50% от объема выпуска акций эмитента.

В-третьих, не разрешается выпуск варрантов для покрытия убытков эмитента.

В-четвертых, обеспеченность варрантов гарантируется: а) новым выпуском акций, которые являются базовым активом данного варранта; б) заключением договоров комиссии с собственником базисного актива в количестве, предусмотренном условиями выпуска варрантов и размещением базисного актива у хранителя; в) выкупом у акционеров принадлежащих им акций и удержанием их до окончания срока действия варрантов.

В-пятых, выпуск варрантов подлежит регистрации. Регистрация выпуска варрантов осуществляется центральным аппаратом Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку не позднее 30 дней после получения всех необходимых документов. Зарегистрированный экземпляр сертификата варранта передается эмитенту после предъявления документа, подтверждающего внесение установленной платы за регистрацию [См. 1].

**Выводы и перспективы дальнейших исследований.** Таким образом, нами была дана характеристика варранта как модифицированного опциона на покупку, показаны общие черты и отличия этих финансовых инструментов, рассмотрены условия выпуска варрантов в Украине. В настоящее время варрант как тип срочного контракта в Украине не применяется, хотя начальные правовые основы для этого имеются. На наш взгляд, необоснованное сокращение количества применяемых финансовых инструментов не идет на пользу украинскому фондовому рынку. Безусловно, правовая база применения варрантов нуждается в совершенствовании, давно необходим отдельный закон о производных ценных бумагах. Расширение числа используемых срочных контрактов, других инструментов финансового рынка, позволит повысить степень ликвидности рынка, обеспечить большую заинтересованность вкладчиков в инвестициях в ценные бумаги, придаст рынку большую гибкость и устойчивость, подготовит постепенный переход инвесторов к активному использованию хеджевых стратегий и повышению степени защиты инвестиций.

#### Литература:

1. Правила випуску та обігу фондових деривативів. Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 24.06.97, № 13//Українська Інвестиційна Газета. – № 28. – 31.07.97 р.
2. Тьюлз Р. Фондовый рынок/Р. Тьюлз, Э. Брэдли, Т. Тьюлз – М.: ИНФРА-М, 1997, VIII+648 с.

## ОПТИМИЗАЦИЯ РЕГИОНАЛЬНОЙ СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ В ТУРИЗМЕ

3. Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти/ [монографія]/Л.О. Примостка. – К.: КНЕУ, 2001. – 263 с.
4. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: [Навчальний посібник]/В.М. Шелудько . - К.: Знання-Прес, 2002. – 535 с..
5. Буренин, А.Н. Рынки производных финансовых инструментов/А.Н. Буренин. – М.: ИНФРА-М, 1996.– 368 с.
6. Кантур С.Ф. Классификация производных ценных бумаг/С.Ф.Кантур //Культура народов Причерноморья. – 2009. – № 171. – С. 140-143.
7. Ван Хорн, Дж. К. Основы управления финансами/Дж. К. Ван Хорн. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 800 с.

Карташевская И.Ф.

УДК338.24 (477.75):338.48

## ОПТИМИЗАЦИЯ РЕГИОНАЛЬНОЙ СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ В ТУРИЗМЕ.

**Актуальность** исследуемой проблемы. Опыт высокоразвитых в туризме государств доказывает взаимосвязь структур управления с эффективностью туристической деятельности. Например, уровень развития коммерческих туристских структур в США настолько высок, что субъекты туристической деятельности самостоятельно решают вопросы координации; необходимость в существовании единого государственного органа управления просто отпала. В Египте туризм – основной источник пополнения бюджета, поэтому в государстве сформирована жесткая централизованная система управления отраслью. Франция – лидер международного туризма, принимает ежегодно более 70 млн. туристов. Вероятно, существующая структура управления в туризме этого европейского государства для Украины представляет интерес.

**Цель исследования.** Провести анализ эффективности современной системы управления курортно-рекреационным, туристическим комплексом Автономной Республики Крым.

**Задачи:** изучить исторические особенности формирования системы управления в туризме при плановой экономике и в современных условиях;

- предложить оптимальную систему управления туристской отраслью в современных условиях;
- обосновать целесообразность предложенной структуры регионального управления в туризме.

**Анализ существующих подходов к исследуемой проблеме.**

В последние годы активизировался интерес к вопросам регионального управления в туризме. Среди наиболее значительных публикаций, затрагивающих проблемы оптимизации управления следует отнести работы Пирожника И.И [1], Зеркина Д.П., Игнатова В.Г.[2], Литовкиной О.П., Федорова М.М [3], Хлопяка С.В.[4].

Исаев В.А., один из авторов российского учебника " Менеджмент туризма", относит региональный менеджмент к отрасли экономической науки, занимающейся изучением экономических и социальных факторов и явлений, которые обуславливают функционирование хозяйства регионов, а также разработку форм и методов управления этим процессом. Автор относит органы государственного управления к субъекту регионального менеджмента, т.к. эти структуры осуществляют региональное управление. Однако автор считает: "...невозможным на материалах одной хозяйствующей организации выявить тенденции функционирования территориального хозяйства как потенциального сегмента рынка ... невозможным выявить факторы, влияющие на организацию извне лишь на ее собственных материалах; для этого необходимо знание условий и факторов экономической жизни территории..."[6, с. 120-121].

Московские ученые В.Л.Бабурин, Ю.Л.Мазуров под территориальными аспектами управления подразумевают пространственный подход к внутренним и внешним связям, проявляющийся в размещении, организации, регулировании явлений в пространстве [7,с.10].

Недооценка значимости туристского комплекса, вызванная отсутствием подхода к нему как к единому целому, является существенным тормозом на пути его развития. Агрегированный характер туристской отрасли приводит к недооценке вклада туризма в национальную и региональную экономику. Под агрегированием подразумевается объединение, укрупнение показателей по какому-либо признаку[8, с.24].

Система регионального управления в туризме с каждым годом привлекает все большее внимание ученых в качестве предмета исследования.

**Результаты исследования.**

Международный туризм развивается в условиях рыночных отношений около 200 лет. За этот период превратился в ведущую отрасль многих развитых капиталистических стран. Толчком для развития туризма в бывшем Советском Союзе послужила новая экономическая политика (НЭП). Создаются отделы ближних и дальних экскурсий при Наркомпросе. Изучением управления в туризме занимается Московский