

**Міністерство освіти і науки, молоді та спорту України**  
**ДВНЗ «НАЦІОНАЛЬНИЙ ГІРНИЧИЙ УНІВЕРСИТЕТ»**

---

---



**Фінансово-економічний факультет**  
*Кафедра економічного аналізу та фінансів*

**МЕТОДИЧНІ РЕКОМЕНДАЦІЇ**  
**з забезпечення практичних завдань**  
**з дисципліни «Депозитарна діяльність»**

для студентів спеціальності  
6.030508 Фінанси і кредит

**Дніпропетровськ**  
**2011**

Методичні рекомендації з забезпечення практичних занять з дисципліни «Депозитарна діяльність», Замковий О.І. - Дніпропетровськ: ДВНЗ Національний гірничий університет, 2011. – 101 с.

Упорядник: ст..викл.Замковий О.І.

Затверджено методичною комісією з напрямку 0305 Економіка та підприємництво (протокол № \_\_\_\_ від \_\_\_\_\_) за поданням кафедри економічного аналізу та фінансів (протокол № \_\_\_\_ від \_\_\_\_\_).

Подано методичні рекомендації з теоретичних занять та самостійної роботи студентів з дисципліни «Депозитарна діяльність» освітньо-кваліфікаційної програми підготовки фахівців спеціальності 6.030508 „Фінанси і кредит”

Рекомендовано до видання Навчально-методичним управлінням НГУ.

## ЗМІСТ

1. ФОНДОВИЙ РИНОК .....	4
1.1. Загальна характеристика фондового ринку.....	4
1.2. Ознаки класифікації фондового ринку.....	7
1.3. Учасники фондового ринку та їх професійна діяльність.....	11
1.4. Основні операції фондового ринку .....	16
2. ЦІННІ ПАПЕРИ ЯК ГОЛОВНИЙ ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСОВОГО РИНКУ.....	19
2.1. Сутність цінних паперів і їх місце на фінансовому ринку.....	19
2.2. Характеристика акцій та механізм їх функціонування.....	26
2.3. Облігації, їх види та роль в економіці.....	32
2.4. Роль інвестиційних сертифікатів і приватизаційних паперів у функціонуванні фінансового ринку .....	41
2.5. Теоретичні засади дивідендної політики.....	44
2.6. Формування портфеля цінних паперів .....	48
3. ФОНДОВА БІРЖА ТА БІРЖОВІ ОПЕРАЦІЇ .....	55
3.1. Сутність фондової біржі, її види та функції.....	55
3.2. Правила фондової біржі .....	62
3.3. Фондові операції на біржі .....	70
3.4. Сутність біржового ринку.....	76
3.5. Біржові фондові індекси .....	81
4. ОПЕРАЦІЇ З ЦІННИМИ БУМАГАМИ В НАЦІОНАЛЬНІЙ ДЕПОЗИТАРНІЙ СИСТЕМІ .....	86
4.2. Національна депозитарна система .....	88
4.3. Розрахунково-клірингові установи.....	88
5. РЕЙТИНГИ ФОНДОВОГО РИНКУ .....	92
Рекомендації до розв'язання задач.....	94
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ТА РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ .....	101

## 1. ФОНДОВИЙ РИНОК

1. Загальна характеристика фондового ринку.
2. Ознаки класифікації фондового ринку.
3. Учасники фондового ринку та їх професійна діяльність.
4. Основні операції фондового ринку.

### 1.1. Загальна характеристика фондового ринку

Фондовий ринок зародився в надрах ринку споживчих товарів. Перші операції з цінними паперами відбувалися на оптових ринках і товарних біржах. Історія бірж налічує близько п'яти століть, хоча деякі спеціалісти фондового ринку стверджують, що перша біржа виникла в Японії у I ст. до н.е. Перші операції з цінними паперами відбувались у бельгійському місті Антверпен, який відіграв значну роль у світовій торгівлі цінними паперами.

Значну роль в історії створення фондового ринку та особливо ринку цінних паперів відіграла біржа в Амстердамі. Ця біржа була першою в історії розвитку фондового ринку на межі XVI і поч. XVII ст. Розвиток міждержавної торгівлі став основним рушієм розвитку ринку цінних паперів. У результаті діяльності фондових торгів значно змінився державний устрій та система державних фінансових установ. У розрахунках між клієнтами і державою почали використовуватись державні (казначейські) облігації та векселі. Передовиками в галузі розвитку фондової торгівлі були Англія, Франція, Німеччина і Нідерланди.

У нашій країні початок фондового ринку датується XVIII ст. Одеську фондову біржу було відкрито у 1796 р., Київську — у 1869, Харківську — у 1876, Миколаївську — у 1885 р. та ін. Фондові біржі в Петербурзі, Одесі та Москві вважалися ліберальними, але були досить вимогливими. Папери на біржу допускалися лише після ретельної перевірки їх власника. За неправдиві відомості притягали до кримінальної відповідальності. Дії маклерів контролював біржовий комітет, урядові комісії стежили за котируванням паперів.

На сьогодні фондовий ринок у різних країнах Європи становить більш-менш значущу частину фінансового ринку. Велике значення він має в Англії, Німеччині, Франції. Значно меншу роль він відіграє в економіці Австрії, Італії, Іспанії, а в таких країнах, як Греція, Португалія, Ірландія його роль несуттєва. В багатьох країнах держава активно користується фондовим ринком для розміщення своїх боргових зобов'язань з метою фінансування дефіциту бюджету. Незважаючи на те що Італія належить до економічно розвинених країн, фондовий ринок тут розвинений досить слабо і спрямований в основному на забезпечення фінансування державного боргу. На відміну від італійського ринку, який є виключно національним, швейцарський фондовий ринок характеризується своєю міжнародною спрямованістю. Головна біржа країни — Амстердамська — є однією із найстаріших бірж світу. Позабіржового ринку в країні немає. Іноземні акції становлять більше як половину біржового обороту. На фондовому ринку Англії переважно емітуються іменні цінні папери — акції та облігації. Якщо говорити про величину ринку різних цінних паперів, то можна зазначити, що в Європі найбільшим ринком акцій є англійський, а облігацій — німецький. Найбільші у світі національні ринки акцій належать США, Японії та Англії. У західноєвропейських країнах значна частина корпорацій перебуває у володінні окремих осіб або сімей, які допускають дуже незначну частину акцій або й зовсім не допускають своїх акцій на ринок. У багатьох країнах акції перебувають у власності тісно пов'язаних між собою інвесторів — банків, страхових та інвестиційних компаній, що має суттєвий вплив на ліквідність ринку. Негативно впливають на ліквідність фондового ринку і зміни в складі інвесторів. Протягом останнього десятиріччя кількість дрібних інвесторів на ринку значно

зменшилась, а кількість великих значно зросла. У результаті поглиблення процесу глобалізації фондових ринків здійснюється міжнародна торгівля акціями, яка проводиться практично неперервно протягом 24 годин на добу. Лібералізація ринків, що триває сьогодні, приводить до скорочення розриву між розмірами витрат на проведення операцій на різних ринках. Проте все-таки ці витрати різні і залежать як від країни, так і від біржі, на якій здійснюється торгівля відповідними цінними паперами.

**Фондовий ринок (ринок цінних паперів)** — сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів) [20]. Основними інструментами фондового ринку є цінні папери різних видів, типів, які формують свої сегменти: грошового ринку, ринку цінних паперів, ринку капіталів, фондового ринку. На табл. 1.1 представлений фінансовий ринок за сегментами, що пов'язані з цінними паперами.

Таблиця 1.1. Фінансові інструменти за основними сегментами ринку

Фінансовий ринок	
сегменти ринку	фінансові інструменти
грошовий	<ul style="list-style-type: none"> <li>• гроші</li> <li>• короткострокові цінні папери</li> </ul>
цінних паперів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• короткострокові</li> <li>• середньо-і</li> <li>• довгострокові цінні папери</li> </ul>
фондовий	<ul style="list-style-type: none"> <li>• середньострокові і</li> <li>• довгострокові цінні папери</li> </ul>
капіталів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• довгострокові цінні папери</li> <li>• середньо- і довгострокові кредити</li> </ul>

Як бачимо із таблиці 1.1, ринок цінних паперів є ширшим за своїм економічним змістом і включає, крім короткострокових цінних паперів, середньострокові та довгострокові, які є основними інструментами фондового ринку.

У наш час в Україні, та й в інших країнах світу, оборот цінних паперів стає однією із головних галузей фінансової сфери, яка потужно впливає на складний механізм економіки держави. Тому фондовий ринок є однією з важливих складових ринкової економіки так як може виступати більш чи менш ефективним механізмом акумуляції, розподілу та перерозподілу вільних фінансових ресурсів серед галузей економіки. Ефективне функціонування фондового ринку в багатьох країнах забезпечує ефективне використання вільних фінансових ресурсів і стійкі темпи зростання економіки цих країн. Кожний фондовий ринок має свої завдання, принципи, функції, напрями розвитку, умови функціонування.

Основними завданнями сучасного фондового ринку України є:

- мобілізація тимчасово вільних фінансових ресурсів для здійснення конкретних інвестицій;
- формування ринкової інфраструктури, яка відповідає міжнародним стандартам;
- розвиток вторинного ринку;
- активізація маркетингових досліджень;
- трансформація відносин власності;
- удосконалення ринкового механізму і системи управління;
- забезпечення контролю над капіталом на основі державного регулювання;
- зменшення інвестиційного ризику;
- формування портфельних стратегій;
- розвиток ціноутворення;
- прогнозування перспективних напрямів розвитку та інші.

Сучасний світовий фондовий ринок розвивається за такими напрямками:

- подальша автоматизація фондових операцій, об'єднання окремих комп'ютерних систем у Всесвітню мережу електронної комунікації;
- створення нових видів і модифікацій цінних паперів;
- розширення інтернаціоналізації фондової діяльності.

Для України, крім цих трьох напрямів, актуальними для розвитку фондового ринку сьогодні є:

- своєчасне становлення системи державного регулювання;
- сприяння підвищенню рівня організованості позабіржового ринку;
- створення сучасної інфраструктури фондового ринку;
- забезпечення умов для конкуренції у фондовій діяльності;
- розвиток вторинного ринку цінних паперів, насамперед у рамках системи фондових бірж України тощо.

Умови функціонування фондового ринку:

- 1) учасники ринку є вільними у своїх діях щодо купівлі-продажу фінансових активів;
- 2) продавців і покупців має бути достатньо для того, щоб кожен з учасників ринку міг вільно вибрати торгового партнера з метою підтримки конкурентного середовища;
- 3) сформована законодавча база, яка сприяє його розвитку.

Загальні принципи функціонування організованого фондового ринку представлені на рис. 1.1.

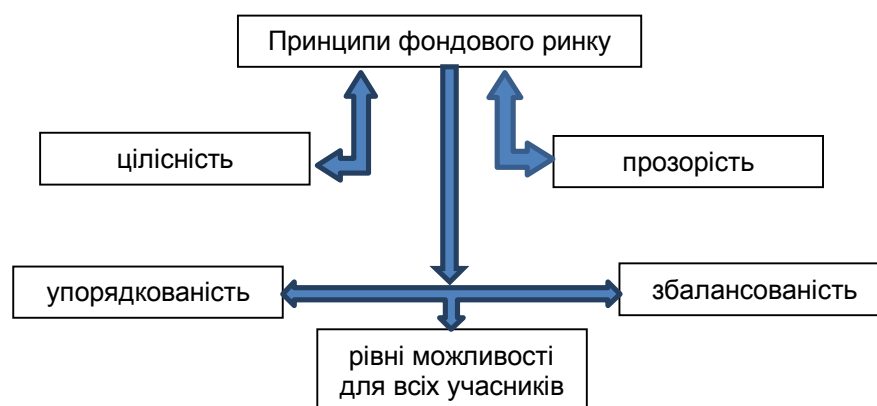


Рис. 1.1. Загальні принципи функціонування фондового ринку

Принцип *цілісності* забезпечується єдиним місцем котирування, яким є УФБ, єдиним Центральним депозитарієм цінних паперів і єдиним Кліринговим банком, які забезпечують функціонування системи електронного обігу цінних паперів і проведення торгів акціями, облігаціями тощо.

Принцип *упорядкованості* передбачає наявність «правил гри» на ринку та контролю за їх виконанням.

*Прозорість*, як принцип, потребує і забезпечує регулярну інформацію про діяльність емітента та курсу його цінних паперів шляхом публікації її в офіційному виданні УФБ.

*Рівні можливості* для всіх учасників ринку забезпечать здорову конкуренцію на ринку.

*Збалансованість* на ринку передбачає відповідність у розвитку всіх секторів ринку. Важливу роль на фондовому ринку відіграє «*спокій*» — це правило ринку, яке підкреслює, що ринок не може бути «бурхливим», бо інакше дрібні інвестори, що є його опорою, залишають ринок.

Принципи створення і функціонування національного фондового ринку ґрунтуються на стратегії формування ринку, основою якої є *Концепція функціонування та розвитку*

фондового ринку в Україні (схвалена постановою Кабінету Міністрів України від 29. 04 1994 р. № 277)

Роль фондового ринку в системі економічного механізму держави визначають функції, які він виконує. Їх поділяють на дві групи:

Загальноринкові — це:	<ul style="list-style-type: none"> <li>- отримання прибутку від операцій на даному ринку;</li> <li>- цінова, що забезпечує формування ринкових цін;</li> <li>- інформаційна — забезпечує збір інформації про суб'єктів і об'єктів ринку і доведення щодо учасників;</li> <li>- регулювальна — ринок встановлює правила торгівлі, порядок вирішення спірних питань між учасниками, встановлює пріоритети, органи контролю, управління та ін.</li> </ul>
Специфічні — це:	<ul style="list-style-type: none"> <li>- функція перерозподілу;</li> <li>- функція страхування цінних і фінансових ризиків (стала можливою завдяки появі ф'ючерсних і опціонних контрактів);</li> <li>- перерозподіл коштів між галузями і сферами ринкової діяльності;</li> <li>- перерахунок заощаджень з невиробничої у виробничу форму;</li> <li>- фінансування дефіциту державного бюджету на неінфляційній основі, тобто без випуску в обіг додаткових коштів та ін.</li> </ul>

Фондовий ринок виконує також функції у політичній, соціальній, морально-психологічній сферах. Дані функції ідентичні функціям фінансового ринку, що розглянуті у темі 1.

Фондовому ринку властиві специфічні риси поєднання інтересів продавців і покупців капіталу у вигляді грошей, цінних паперів і фондів.

Фондовий ринок — це важлива складова ринкової економіки країни. В Україні з перехідною економікою обіг цінних паперів стає однією з основних галузей фінансової сфери, без функціонування якої неможливе існування ринкової економіки.

## 1.2. Ознаки класифікації фондового ринку

**Фондовий ринок** — це система економічних і правових відносин, пов'язаних із випуском та обігом цінних паперів.

Як сегмент фінансового ринку фондовий ринок підлягає класифікації за такими самими ознаками, його можна розділити на багато частин — секторів (табл. 1.2).

Таблиця 1.2. Сектори фондового ринку

Критерії класифікації	Сектори ринку
Спосіб розміщення цінних паперів	<ul style="list-style-type: none"> <li>- первинний ринок;</li> <li>- вторинний ринок.</li> </ul>
Термін обігу цінних паперів	<ul style="list-style-type: none"> <li>- з установленим терміном обігу;</li> <li>- без встановленого терміну обігу.</li> </ul>

Умови емісії та механізм обігу цінних паперів	- місцевий ринок цінних паперів; - національний ринок цінних паперів; - міжнародний ринок цінних паперів.
Місце операцій з цінними паперами	- біржовий ринок; - позабіржовий ринок
Специфіка організаційної структури	- горизонтальний (ринок США); - вертикальний (ринок Франції).
Економічна природа цінних паперів	- ринок боргових цінних паперів; - ринок пайових цінних паперів; - ринок похідних цінних паперів; - ринок іпотечних цінних паперів; - ринок приватизаційних цінних паперів.
Суб'єкти випуску цінних паперів	- ринок державних позик; - ринок муніципальних позик; - ринок цінних паперів підприємств і організацій.
Механізм виплати доходу	- ринок цінних паперів з фіксованим доходом; - ринок цінних паперів зі змінним доходом.
Поведінка суб'єктів ринку	- «ведмежий ринок»; - «бичачий ринок».

За способом розміщення цінних паперів фондовий ринок поділяють на первинний і вторинний.

**Первинний ринок** — це сукупність правовідносин, пов'язаних з розміщенням цінних паперів. Це ринок перших та повторних емісій, на якому здійснюється початкове розміщення цінних паперів серед інвесторів та початкове вкладення капіталу в різні галузі економіки. Первинне розміщення цінних паперів різних компаній може проводитися шляхом передплати, відкритого продажу або проведення аукціонів. В Україні відповідно до Закону [20] розрізняють публічне (відкрите) та приватне (закрите) розміщення цінних паперів.

**Публічне (відкрите) розміщення цінних паперів** — їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення будь-яким іншим способом повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб. При публічному розміщенні існує встановлена законом процедура, в результаті проходження якої цінні папери і проспекти їх емісії реєструються ДКЦПФР, цінним паперам присвоюється міжнародний ідентифікаційний номер, укладається з депозитарієм договір про обслуговування емісії цінних паперів або з реєстратором — про ведення реєстру власників іменних цінних паперів. В результаті публічного розміщення емітент отримує свідоцтво про реєстрацію випуску цінних паперів. Якщо цінні папери розміщуються у документарній формі, виготовляється сертифікат цінних паперів. Відкрите (публічне) розміщення цінних паперів здійснюється емітентом самостійно або через андеррайтера, що уклав з емітентом договір про андеррайтинг, який повинен відповідати вимогам типового договору, затвердженого ДКЦПФР. Забороняється відкрите (публічне) розміщення цінних паперів раніше ніж через 10 днів після опублікування проспекту їх емісії. Емітент повинен закінчити розміщення у строк, передбачений рішенням про їх розміщення, але не пізніше ніж протягом одного року з дня початку розміщення. Пайові цінні папери, в процесі відкритого, (а також і закритого) їх розміщення, не можуть продаватися за ціною, меншою ніж їх номінальна вартість. Установлення переважного права на придбання цінних паперів одними інвесторами стосовно інших забороняється, крім випадків, передбачених законодавством.



**Приватне (закрите) розміщення цінних паперів** — розміщення цінних паперів шляхом безпосередньої пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб. На вітчизняному фондовому ринку приватне розміщення здійснюється за тими ж самими етапами, що визначені для публічного розміщення. Стосовно кожного розміщення цінних паперів приймається рішення, яке оформляється протоколом, вимоги до змісту якого встановлює ДКЦПФР. Перше розміщення цінних паперів ВАТ є виключно закритим (приватним) серед засновників. Особливості закритого (приватного) розміщення акцій передбачаються законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств, і законодавством про інститути спільного інвестування. Емітент повинен закінчити закрите (приватне) розміщення цінних паперів у строк, передбачений рішенням про їх розміщення, але не пізніше ніж протягом двох місяців з дня початку розміщення. Державний реєстр випусків цінних паперів веде ДКЦПФР, яка встановлює порядок і забезпечує відкритий і безоплатний доступ учасників ринку цінних паперів до інформації, що міститься в реєстрі.

При *приватному* розміщенні реєстрація емісії в Комісії з цінних паперів проводиться не в усіх країнах, крім того, приватне розміщення цінних паперів не є обов'язковим атрибутом будь-якого національного ринку. Приватне розміщення частіше використовують для облігацій з фіксованим купоном, а не для акцій. Розміщені у такий спосіб цінні папери заборонено продавати на ринку протягом певного періоду, оскільки вони є досить ризиковими порівняно з цінними паперами, розміщеними публічно. Цінні папери, розміщені приватно, є низько ліквідними і привабливими не для всіх інвесторів. Як правило, такі цінні папери розміщуються серед великих інституційних інвесторів, які зацікавлені в конкретному підприємстві і впевнені в його стрімкому зростанні. В більшості випадків приватно розміщуються цінні папери нових компаній. Одне із найважливіших завдань первинного ринку полягає у тому, щоб звести до мінімуму ризик інвестора. На це спрямовані державні законодавчі і нормативні акти, що регулюють діяльність ринку, вимоги щодо опублікування інформації про емітента, підготовки проспекту емісії, реєстрації цінних паперів і відповідних даних у фінансових органах тощо.

**Вторинний ринок цінних паперів** — сукупність правовідносин, пов'язаних з обігом цінних паперів. На вторинному ринку мають обіг емітовані раніше цінні папери. Операції на вторинному ринку не збільшують загальної кількості цінних паперів та загального обсягу інвестицій в економіку. Головною метою вторинного ринку є забезпечення ліквідності цінних паперів, тобто створення умов для найширшої торгівлі ними. Це, у свою чергу, надає можливості власникові цінних паперів реалізувати їх у найкоротший строк при незначних варіаціях курсів і невисоких витратах на реалізацію.

**За терміном обігу цінних паперів** фондовий ринок поділяють на ринок грошових і капітальних цінних паперів. На ринку *грошових* цінних паперів перебувають в основному в обігу боргові зобов'язання. На ринку *капітальних* цінних паперів мають обіг переважно інструменти власності — акції, а також інші середньо- та довгострокові боргові зобов'язання.

**За умовами емісії (територією обігу цінних паперів)** фондовий ринок поділяють на *місцевий* ринок цінних паперів, *національний* і *міжнародний*. На *місцевому* фондовому ринку перебувають в обігу цінні папери, емітовані суб'єктами регіонального рівня; на *національному* ринку перебувають в обігу цінні папери, емітовані резидентами або нерезидентами відповідно до законодавства країни. Вітчизняні емітенти можуть розміщувати цінні папери за межами України виключно на підставі дозволу ДЕЦПФР, крім облігацій зовнішніх державних позик України; на *міжнародному* ринку мають обіг цінні папери, емітовані поза юрисдикцією будь-якої країни, що пропонуються для продажу інвесторам різних країн. Можливість залучати кошти на міжнародному ринку залежить від кредитного рейтингу емітента та інтересу до нього з боку потенційних інвесторів. Особливості розміщення та обігу на території України цінних паперів іноземних емітентів визначаються

ДКЦПФР згідно із законодавством України.

**Залежно від місця, де здійснюється торгівля з цінними паперами**, фондовий ринок розрізняють *біржовий* і *позабіржовий*. *Біржовий ринок* — це торгівля цінними паперами на фондових біржах, це завжди організований ринок цінних паперів перів, оскільки торгівля тут проводиться строго за правилами біржі і тільки між біржовими посередниками. На біржовому ринку існує кілька місць проведення операцій з цінними паперами, причому кожне з них призначене для компаній із різними ризиками і обсягами діяльності. Найбільш відомим, престижним і ефективним місцем є *фондова біржа*, тобто організаційно оформлений регулярний ринок з купівлі-продажу цінних паперів, що утворюється торгівцями фондових цінностей. Крім організаційно оформленого біржового ринку, існує *позастисковий біржовий ринок*, який обслуговує компанії, що не потрапили на повну біржу і вимоги до них простіші: трирічний стаж бездоганної роботи і продаж на біржі не менше 10 % своїх акцій.

**Позабіржовий ринок** — це торгівля цінними паперами, що здійснюється за межами біржі. *Позабіржовий фондовий ринок* представлений торгівлею «з прилавка» і «третім ярусом».

*Торгівля «з прилавка»* — це купівля-продаж цінних паперів підприємств, результати діяльності яких не дають їм змоги потрапити на фондову біржу. Це переважно акції молодих маловідомих компаній, торгівля якими жорстко не регламентована.

*«Третій ярус»* — це також позабіржовий ринок, відмінність його від торгівлі «з прилавка» полягає в тому, що на цьому ринку діють такі самі правила укладання угод, що й на біржі.

Позабіржовий ринок може бути організованим і неорганізованим. Організований позабіржовий ринок використовує комп'ютерні системи щодо торгівлі цінними паперами. В Україні інфраструктуру позабіржового фондового ринку становлять інвестиційні фонди, інвестиційні компанії, довірчі товариства, холдингові фірми, страхові компанії, інші юридичні особи, які на законодавчому рівні можуть провадити посередницьку, комісійну та комерційну діяльність з цінними паперами, а також аудиторські та консалтингові компанії. Незалежні фінансові посередники мають змогу утворювати асоціації, спілки та інші об'єднання для координації роботи, проведення спільних дій, захисту своїх інтересів тощо. Позабіржовий ринок не є альтернативою, а доповнює й розширює біржовий ринок, причому як на вторинному, так і на первинному рівні.

**Залежно від специфіки організаційної структури** фондового ринку розрізняють *вертикальний* і *горизонтальний* ринки. Прикладом *горизонтального ринку* є ринок США, де на різних біржах країни котируються цінні папери різних за своїм економічним статусом компаній. На Нью-Йоркській біржі — головній біржі США — котируються акції корпорацій групи А (найвищого рівня), на Американській — групи В та ін. При цьому цінні папери різних груп обліковуються в різних депозитаріях. Прикладом *вертикальної організації ринку* є Франція, де всі цінні папери котируються в системі Товариства французьких бірж, зберігаються й обліковуються в національному депозитарії. Всі папери, що є в обігу у Франції, поділяються на три групи котирування: К1, К2, К3. До офіційного котирування в групі К1 потрапляють цінні папери найвищої якості, до К2 — цінні папери, які не допущені до офіційного котирування, але мають значний економічний потенціал, до групи К3 входять цінні папери, що не претендують на лістинг, в основному це цінні папери середніх і малих компаній.

Структура фондового ринку України представлена тими ж учасниками, що і фінансовий ринок:

- держава;
- корпорації;
- фінансові посередники;
- населення;

- емітенти;
- іноземні учасники та інші.

**Безпосередніми учасниками** фондового ринку є емітенти, інвестори в цінні папери, в т.ч. інституційні інвестори, саморегульовані організації професійних учасників ринку та професійні учасники.

**Залежно від економічної природи цінних паперів** фондовий ринок розподіляється на ринки *боргових, пайових, іпотечних, приватизаційних, товаророзпорядчих* цінних паперів і *похідних*.

**Залежно від суб'єктів випуску цінних паперів** фондовий ринок розподіляється на *ринок державних і муніципальних позик* та *ринок цінних паперів підприємств і організацій*. На ринку цінних паперів органів влади обертаються облігації державних (центральної влади) і муніципальних (місцевої влади) позик, на фондовому ринку підприємств — цінні папери приватного сектора.

**Залежно від механізму виплати доходу** фондовий ринок поділяють на ринок цінних паперів з *фіксованим доходом* і ринок цінних паперів зі *змінним доходом*.

**Залежно від поведінки суб'єктів** фондового ринку останній поділяють на «ведмежий ринок» і «бичачий ринок». На «ведмежому ринку» переважають учасники, що розраховують на зниження цін на цінні папери і продають їх з надією купити пізніше, коли ціни знизяться ще більше; на «бичачому ринку» переважають суб'єкти, що купують цінні папери з розрахунком на підвищення цін.

Крім наведеної класифікації, фондовий ринок можна диференціювати і за іншими ознаками, наприклад:

- за категоріями емітентів — ринок цінних паперів корпорацій, ринок державних цінних паперів тощо;
- за видами (категоріями) цінних паперів — ринок акцій, в тому числі за їх видами, ринок облігацій, інших цінних паперів.

Велике розмаїття ознак класифікації фондового ринку свідчить про безмежне поле для діяльності його учасників.

### 1.3. Учасники фондового ринку та їх професійна діяльність

Учасників фондового ринку можна поділити на дві групи: *прямі (безпосередні) учасники*, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку, і *побічних*, які забезпечують діяльність фінансових інститутів, що здійснюють професійну діяльність.

**Безпосередніми учасниками фондового ринку є:**

**а) емітенти** — юридичні особи, АРК або міські ради, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади, яка від свого імені розміщує емісійні цінні папери та бере на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками;

**б) інвестори в цінні папери** — фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства. На фондовому ринку окремо виділяють *інституційних інвесторів*, якими є ІСІ, інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії та інші фінансові установи, які надають фінансові послуги;

**в) саморегульовані організації професійних учасників ринку** — неприбуткові об'єднання учасників фондового ринку, що проводять професійну діяльність на ньому з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність (діяльність реєстраторів і зберігачів), утворені відповідно до критеріїв і вимог, установлених ДКЦПФР;

**г) професійні учасники** — юридичні особи, які на підставі ліцензії, виданої ДКЦПФР, провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України.

Групу *побічних учасників* фондового ринку можна представити як:

- споживачі (підприємства, органи влади);
- постачальники (домогосподарства, підприємства, зокрема неприбуткові, інституціональні інвестори — банки, трасти, інвестиційні фонди, пенсійні фонди і страхові компанії);
- суб'єкти, що обслуговують ринок (аудиторські, консалтингові, рекламні фірми; учасники, що здійснюють обслуговування емісійної, брокерської, дилерської, представницької, депозитарної, клірингової, реєстраторської і регулювальної діяльності);
- органи, що регулюють діяльність учасників ринку (державні та органи самоврядування, недержавні — фондова біржа, різноманітні професійні організації суб'єктів ринку).

Такий поділ є умовним, тому що одні і ті ж учасники на фондовому ринку, наприклад банки, можуть одночасно здійснювати діяльність, яку відносять до професійної (зберігання цінних паперів) і до побічної (надання консалтингових послуг); емітента за діями щодо випуску та розміщення емісійних цінних паперів відносять до прямого учасника ринку, а за викупом власних цінних паперів або внесенням їх до статутного капіталу юридичних осіб — до побічного учасника.

*Всіх учасників фондового ринку відносять до його суб'єктів* — це фізичні особи або організації, які продають, купують цінні папери або обслуговують їх обіг, тобто це ті, хто вступає між собою в певні економічні взаємовідносини з приводу обміну цінними паперами, рис.1.2.

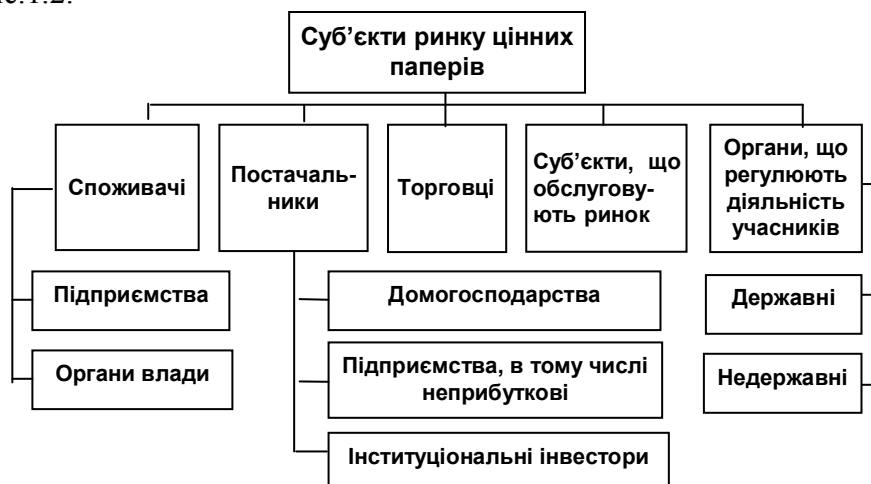


Рис.1.2. Суб'єкти фондового ринку

В економічній літературі переважно виділяють чотири основних суб'єкта (учасника) фондового ринку:

- **емітенти** — це ті, хто здійснює емісію, установлену законодавством послідовність дій щодо випуску та розміщення емісійних цінних паперів. Це переважно держава, комерційні підприємства чи організації;
- **інвестори** — громадяни та юридичні особи країни, а також іноземні громадяни, фірми, держави, які приймають рішення про вкладення особистих, позичених або залучених коштів в об'єкти інвестування. На фондовому ринку діють *індивідуальні інвестори* — це інвестори, які є фізичними особами і становлять переважну групу учасників, та *інституційні інвестори*, що є кредитно-фінансовими інститутами, які свої власні активи, а також активи своїх клієнтів вкладають в цінні папери. На фондовому ринку найбільш активними інституційними інвесторами є комерційні банки, пенсійні фонди, інвестиційні і страхові компанії, що постійно продають і купують цінні папери і тим самим сприяють забезпеченню ліквідності ринку; менш активними є промислові і торговельні підприємства;

- **фондові посередники** — це фінансові організації, що надають посередницькі послуги у процесі здійснення операцій із цінними паперами (брокерські, дилерські контори, саморегульвні організації тощо);
- **організації, що обслуговують ринок цінних паперів** — організації, які виконують всі інші функції на ринку цінних паперів, крім функції купівлі-продажу цих цінних паперів: фондові біржі, розрахункові центри, реєстратори та ін.

Кінцеві результати діяльності (основні цілі) суб'єктів (учасників) фондового ринку представлені в табл. 1.3.

Суб'єкти ринку, що вкладають свої капітали в цінні папери, намагаються досягти власних загальних цілей, які можна об'єднати в групи: дохідності, ліквідності і безпеки (зниження ризику).

**Професійна діяльність на фондовому ринку** — це діяльність юридичних осіб з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення та обігу цінних паперів, обліку прав за цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, що відповідає вимогам, установленим законодавством.

Таблиця 1.3. Основні цілі суб'єктів(учасників) фондового ринку

Суб'єкти ринку	Основні цілі суб'єктів ринку
Емітенти	- отримання доходу від емісії цінних паперів
Інвестори в цінні папери	- отримання доходу від вкладених коштів або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів
Саморегульвні організації	- здійснення професійної діяльності, розвиток інфраструктури фондового ринку, підтримка високих професійних стандартів
Споживачі	- отримання додаткового джерела фінансування
Постачальники: - домогосподарства - портфельні інвестори - стратегічні інвестори - інституційні інвестори	- збереження і нагромадження заощаджень; збільшення капіталу; - збільшення вартості портфеля цінних паперів (банки, інвестиційні фонди, страхові компанії); контроль над підприємством з метою отримання прибутку від його діяльності отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів
Торгівці	- отримання прибутку від діяльності з цінними паперами
Організації, що обслуговують ринок	- одержання прибутку від надання платних послуг споживачам, постачальникам і торговцям
Органи, що регулюють діяльність учасників	- цілі некомерційного характеру, пов'язані зі встановленням «правил гри» та наглядом за їх виконанням

Професійна діяльність на фондовому ринку здійснюється виключно на підставі ліцензії, що видається ДКЦПФР. Поєднання професійної діяльності з іншими видами діяльності, за винятком банківської, не допускається, крім випадків, передбачених законом. Професійна діяльність учасників фондового ринку, крім депозитаріїв і фондових бірж, здійснюється за умови членства щонайменше в одній саморегульвній організації.

Основні види професійної діяльності на фондовому ринку представлені на рис. 1.3.

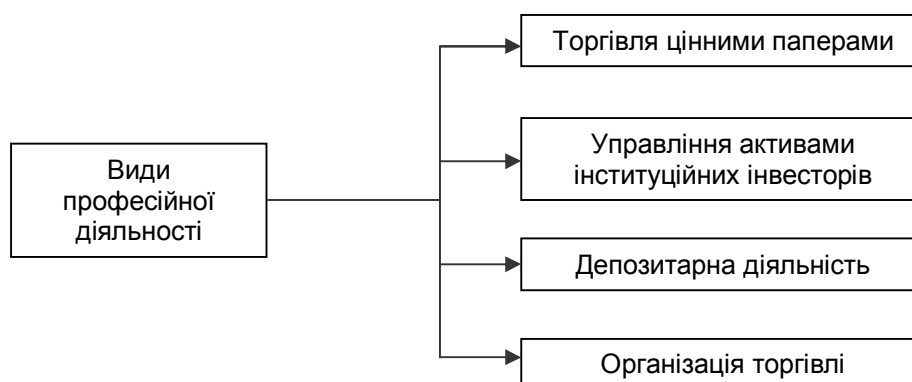


Рис. 1.3. Види професійної діяльності фондового ринку

**Діяльність з торгівлі цінними паперами** — провадиться торгівцями цінними паперами (далі — торгівці) — господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, а також банками. У статутному капіталі торгівця частка іншого торгівця не може перевищувати 10 відсотків. Торгівцю забороняється перепродавати (обмінювати) цінні папери власного випуску. Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами включає:

**а) брокерську діяльність** — укладення торгівцем цивільно-правових договорів (зокрема договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи. Торгівцю дозволяється провадити брокерську діяльність, якщо він має сплачений грошима статутний капітал у розмірі не менше як 300 тисяч гривень. Згідно з договором клієнта з торгівцем останній може виступати гарантом або поручителем виконання зобов'язань перед третіми особами за договорами, що укладаються від імені клієнта такого торгівця, отримуючи за це винагороду;

**б) дилерську діяльність** — укладення торгівцем цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом. Торгівцю дозволяється провадити дилерську діяльність, якщо він має сплачений грошима статутний капітал у розмірі не менше як 120 тисяч гривень;

**в) андеррайтинг** — розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торгівцем за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Торгівцю дозволяється провадити андеррайтинг, якщо він має сплачений грошима статутний капітал у розмірі не менш як 600 тисяч гривень. У разі публічного розміщення цінних паперів андеррайтинг може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини. Якщо випуск цінних паперів публічно розміщується не в повному обсязі, андеррайтер може здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва відповідно до взятих на себе зобов'язань. З метою організації публічного розміщення цінних паперів андеррайтери можуть укласти між собою договір про спільну діяльність;

**г) діяльність з управління цінними паперами** — діяльність, яка провадиться торгівцем від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб. Торгівцю дозволяється провадити діяльність з управління цінними паперами, якщо він має сплачений грошима статутний капітал у розмірі не менш як 300 тисяч гривень. Договори про управління цінними паперами торгівець має право укласти з фізичними та юридичними особами, при цьому сума договору з одним клієнтом фізичною особою має становити не менше суми, еквівалентної 100 мінімальним заробітним платам. Договір про управління цінними паперами не може укладатися торгівцем з компанією з управління активами. Договір доручення, договір комісії або договір про управління цінними паперами укладається з торгівцем в письмовій формі на найвигідніших для клієнта умовах. Торгівець зобов'язаний подавати на вибрану ним фондову біржу інформацію про всі вчинені ним правочини з цінними паперами в строки і порядку, що визначені правилами фондової біржі.

Не вважається професійною діяльністю з торгівлі цінними паперами:

- розміщення і викуп емітентом власних цінних паперів;
- проведення юридичними особами та фізичними особами — підприємцями розрахун-

- ків з використанням векселів та/або заставних;
- внесення цінних паперів до статутного капіталу юридичних осіб;
  - провадження юридичними особами на підставі договорів комісії або договорів доручення купівлі-продажу (обміну) цінних паперів через торговця, який має ліцензію на провадження брокерської діяльності.

*Без участі торговця можуть здійснюватися операції, пов'язані з виконанням рішення суду, дарування та спадкування цінних паперів, придбання акцій відповідно до законодавства про приватизацію;*

**Діяльність з управління активами інституційних інвесторів** — професійна діяльність учасника фондового ринку — компанії з управління активами, що провадиться нею за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів. Така діяльність регулюється спеціальним законодавством;

**Депозитарна діяльність** — надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках та угод з цінними паперами. Депозитарна діяльність провадиться учасниками фондового ринку відповідно до законодавства про депозитарну систему України;

**Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку** — це діяльність професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) щодо:

- створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій;
- проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами;
- централізованого укладення і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними;
- розв'язання спорів між членами організатора торгівлі.

До організаторів торгівлі на фондовому ринку відносять фондові біржі. Для здійснення своєї діяльності фондові біржі повинні підтримувати власний капітал в розмірі, не меншому ніж 3 мільйони гривень, а для фондових бірж, що здійснюють кліринг і розрахунки, — не меншому ніж 6 мільйонів гривень.

*Конкретними функціями учасників, які впливають із їх професійної діяльності на фондовому ринку, є:*

- емісійна, тобто організація випуску і розміщення цінних паперів;
- брокерська — здійснення угод з цінними паперами в ролі комісіонера чи довіреної особи;
- дилерська — здійснення угод з цінними паперами від власної особи і за свої кошти;
- представницька — представництво інтересів однієї зі сторін в угоді щодо цінних паперів;
- консалтингова — надання юридичних, економічних, технічних, навчальних та інших видів консультацій щодо цінних паперів;
- аудиторська — перевірка правильності ведення бухгалтерського обліку і реального фінансового стану емітента;
- депозитарна — надання послуг щодо збереження, передачі, обліку цінних паперів;
- клірингова — здійснення операцій зі збирання, перевірки й підготовки документів щодо виконання угод стосовно цінних паперів;
- реєстраторська — ведення реєстрів власників цінних паперів;
- регулювальна — правове регулювання діяльності учасників.

Дані функції, в процесі їх виконання, переплітаються, доповнюють одна одну, що забезпечує ефективний результат діяльності професійних учасників ринку

#### 1.4. Основні операції фондового ринку

Окремі сектори (сегменти) фондового ринку суттєво впливають на його розвиток і визначають специфіку операцій на ньому.

**Операції з цінними паперами (фондові операції)** — це дія з цінними паперами чи коштами на ринку цінних паперів для досягнення поставленої мети. Всі операції з цінними паперами на фондовому ринку здійснюють його учасники. Найбільш поширеними є три групи операцій:

- **емісійні** — здійснюються з метою забезпечення діяльності суб'єкта фінансовими ресурсами: формування і збільшення власного капіталу, залучення позикового капіталу чи ресурсів в обіг. За своїм економічним призначенням це пасивні операції, які здійснюються через емісію цінних паперів, тому їх називають емісійні;
- **інвестиційні** — вкладання суб'єктом операцій власних та залучених фінансових ресурсів у фондові активи від власного імені. За своїм економічним призначенням це активні операції, які здійснюються шляхом придбання фондових активів на біржі, в торговельній системі, на позабіржовому ринку;
- **клієнтські** — забезпечення зобов'язань суб'єкта операцій перед клієнтом щодо цінних паперів чи зобов'язань клієнта, пов'язаних із цінними паперами.

У сучасній економічній літературі розглядається широкий спектр **фондових операцій**, конкретними і поширеними серед яких є:

- **випуск цінних паперів** — сукупність дій щодо певного виду емісійних цінних паперів одного емітента, однієї номінальної вартості, які мають однакову форму випуску і міжнародний ідентифікаційний номер, забезпечують їх власникам однакові права незалежно від часу придбання і розміщення на фондовому ринку. Міжнародний ідентифікаційний номер цінних паперів — номер (код), який дозволяє однозначно ідентифікувати цінні папери або інший фінансовий інструмент і присвоєння якого передбачено законами України;
- **емісія** — установлена законодавством послідовність дій емітента щодо випуску та розміщення емісійних цінних паперів I—> обіг цінних паперів — вчинення правочинів, пов'язаних з переходом прав власності на цінні папери і прав за цінними паперами, за винятком договорів, що укладаються під час розміщення цінних паперів.
- **розміщення цінних паперів** — 1) відчуження їх емітентом або андеррайтером шляхом укладення цивільно-правового договору з першим власником, яким є особа, що отримала цінні папери у власність безпосередньо в емітента (або в особи, що видала цінний папір) чи андеррайтера під час їх розміщення; 2) продаж цінних паперів потенційним інвесторам;
- **купівля-продаж** — передача прав власності на цінні папери за кошти;
- **реєстрація випуску та проспекту емісії цінних паперів** — внесення Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку протягом 30 днів після отримання заяви і всіх необхідних документів для здійснення реєстрації випуску та проспекту емісії цінних паперів, всього переліку необхідних документів для здійснення реєстрації або відмови від даної операції. У проспекті емісії цінних паперів повинна міститися інформація про емітента, його фінансово-господарський стан, цінні папери, щодо яких прийнято рішення про відкрите (публічне) розміщення, види цінних паперів, форми їх випуску, тип, кількість, номінальна вартість, порядок і форми виплати доходу тощо;
- **конвертація (конверсія)** — обмін цінних паперів одного виду на інший, але емітовані однією й тією ж компанією. В угоді про випуск облігацій і привілейованих акцій часто передбачають право конверсії, що дає змогу власникам цих цінних паперів обмінювати їх на інші цінні папери, звичайно прості (звичайні) акції, за певним курсом (або ціною) конверсії;



- **стопінг** — продаж одного цінного папера з одночасною купівлею іншого з метою ухилення від податків, які необхідно сплачувати при тривалому володінні цінними паперами;
- **зберігання** — забезпечення збереженості й цілісності цінних паперів. Зберігання, як фондову операцію, здійснюють зберігачі цінних паперів, якими є банки або торговці цінними паперами, що мають дозвіл на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітента з цінними паперами на рахунках у цінних паперах як щодо належних йому цінних паперів, так і щодо цінних паперів, які вони зберігають згідно з договором;
- **трастові** — довірче управління переданими у власність цінними паперами, які належать на правах власності іншій особі;
- **застава** — передача цінних паперів, які є забезпеченням позики. Заставними є переважно довгострокові цінні папери, що випускаються переважно іпотечними банками під заставу земельних ділянок, будинків та іншого нерухомого майна і дають прибуток у вигляді відсотків;
- **кліринг** — система безготівкових розрахунків за цінні папери та послуги, що базується на заліку взаємних вимог і зобов'язань;
- **реєстрація і перереєстрація власників цінних паперів** — закріплення та зміна прав власності на цінні папери;
- **маркетинг** — система внутрішньо фірмового управління, спрямована на вивчення і врахування попиту й вимог фондового ринку для орієнтації в своїй діяльності;
- **ціноутворення** — процес формування ціни на цінні папери;
- **страхування** — створення за рахунок суб'єктів господарювання та фізичних осіб спеціальних резервних фондів, які призначені для відшкодування збитків і втрат, викликаних несприятливими обставинами, що склалися на фондовому ринку;
- **погашення** — повернення коштів позичальником кредиторю;
- **дарування** — перехід права власності на цінні папери від однієї особи до іншої на основі договору дарування;
- **успадкування** — перехід права власності на цінні папери від однієї особи до іншої у випадку смерті першої;
- **спліт (розщеплення) чи дроблення** — операція, що спричиняє збільшення числа акцій в акціонерів пропорційно їхній частці в капіталі. Дроблення призводить до зменшення номіналу акції з одночасною заміною кожної старої акції на нову. Спліт також розглядають як поділ нереалізованих акцій акціонерних товариств на їх більшу кількість;
- **консолідація (об'єднання)** — 1) вкладання прибутку, отриманого від торгівлі спекулятивними акціями, у надійніші акції; 2) об'єднання, злиття на фондовому ринку двох або декількох фірм, компаній;
- **передача (індосамент)** — форма передачі простих та переказних векселів, якою є передатний напис на звороті векселя;
- **визначення ринкової вартості** — встановлення ціни на цінні папери, що котируються на біржі залежно від попиту і пропозиції на них;
- **облік** — система бухгалтерського обліку цінних паперів та результатів від діяльності з ними підприємств, фірм, яка проводиться за прийнятими правилами з використанням встановлених форм документів;
- **аудит** — фінансовий аналіз, бухгалтерський контроль, ревізія фінансово-господарської діяльності учасників фондового ринку (підприємств, фірм, організацій), які проводяться незалежними службами кваліфікованих спеціалістів;
- **посередництво** — сприяння у встановленні контактів та укладанні угод, контрактів між покупцями і продавцями цінних паперів; у нарахуванні і виплаті дивідендів за акціями і відсотків за облігаціями. Посередництвом займаються фінансові організа-

ції, що надають посередницькі послуги у процесі здійснення операцій із цінними паперами;

- **формування портфеля цінних паперів** — проведення постійних операцій із цінними паперами для підтримки якості портфеля, забезпечення зростання його поточної вартості, збереження та приросту капіталу, доступу через придбання цінних паперів до дефіцитної продукції та послуг, майнових і немайнових прав, до власності. До складу портфеля можуть входити цінні папери одного типу (акції) або різні цінні папери (акції, облігації, ощадні сертифікати тощо). При формуванні портфеля інвестор завжди враховує його дохідність, ступінь ризику, термін вкладання, тип цінного папера;
- **управління портфелем цінних паперів** — це процес, що включає планування, аналіз і регулювання складу портфеля, здійснення діяльності щодо його формування й підтримки з метою досягнення поставлених перед портфелем цілей при збереженні необхідного рівня його ліквідності й мінімізації витрат, пов'язаних з ним. Існує дві форми управління портфелем цінних паперів: пасивна, що забезпечує складання диверсифікованого портфеля із завчасно визначеним рівнем ризику зростання, тривалим зберіганням портфеля в незмінному стані, і активна — полягає в постійній роботі портфеля за допомогою вибору тільки певних цінних паперів, визначення термінів їх придбання або продажу, здійснення постійної ротації цінних паперів у портфелі та забезпечення чистого доходу;
- **інвестиційне проектування** — розробка інвестиційних стратегій щодо вкладання коштів у цінні папери з метою обмеження ризику коливань їх курсів, зростання прибутків, отримання вищого відсотка в порівнянні з банківським;
- **консалтинг** — діяльність спеціальних компаній щодо консультування продавців і покупців із широкого кола питань фондового ринку: фінансів, зовнішньоекономічної діяльності, дослідження, прогнозування, проведення комплексу маркетингових досліджень тощо.

Наприкінці 1990 років у фондових операціях відбулися революційні зміни, спричинені появою на фондовому ринку Інтернет-технологій, які допомагають швидше, дешевше укласти угоди з цінними паперами. Обсяги фондових Інтернет-операцій є значними, перспективи — привабливими. Такі операції мають свої переваги і недоліки.

*Переваги:* самостійне ведення операцій, цілодобовий доступ до свого рахунка з будь-якої точки світу, низькі комісійні брокерів, можливість розпочати роботу навіть із незначними сумами, простота і доступність укладання угод, отримання значного масиву безплатної необхідної інформації.

*Недоліками* є можливість технологічних збоїв у функціонуванні інформаційних систем і висока ймовірність втрати грошей приватним інвестором, оскільки всі остаточні рішення приймаються ним самостійно, без допомоги кваліфікованих фахівців. Незважаючи на ризик, Інтернет-торгівля цінними паперами — економічно вигідне явище, як для приватних інвесторів, так і для розвитку економіки країни в цілому.

Основою процесу фондової торгівлі є життєвий цикл цінного папера: **випуск** — **обіг** — **погашення**. Цей цикл охоплює процедуру емісії та реєстрації цінного папера, зміну його власника, одержання результату і завершення обороту. У межах цього циклу фіксуються операції первинного ринку, коли емітент продає цінний папір першому покупцеві і вторинному ринку, де і розгортається боротьба за одержання прибутку від обігу цінного папера.

Національний фондовий ринок в останні роки зробив помітний крок вперед, що свідчить про його важливу роль у реформуванні економіки країни. Фондовий ринок, як сегмент фінансового ринку, став потужним механізмом у розподілі, перерозподілі та мобілізації фінансових ресурсів для динамічного розвитку економіки та сприяє акумулюванню інвестиційних капіталів у виробничу та соціальну сферу. Фондовий ринок, як спосіб

залучення інвестицій, перебуває в центрі уваги органів законодавчої та виконавчої влади нашої країни.

Сучасна українська модель фондового ринку ґрунтується на детальних правилах і процедурах, що охоплюють майже всі аспекти діяльності суб'єктів ринку. Разом з цим фондовому ринку властиві певні негативні риси, зокрема:

- інформаційна недостатність;
- обмеженість прав акціонерів;
- ігнорування деяких законодавчих вимог;
- недостатнє державне регулювання ринку;
- психологічна невідповідність населення до операцій з цінними паперами тощо.

Саме фондовий ринок є універсальним механізмом, за допомогою якого регулюються не лише економічні, а й соціальні і політичні відносини. В макроекономічному плані він дає змогу державним органам при отриманні щоденної інформації про загальний баланс ринку безпосередньо контролювати його стан і своєчасно запобігати кризовим ситуаціям. На сучасному етапі розвитку вітчизняного фондового ринку необхідно:

- обмежити ризики інвесторів;
- включити у процес котирування всі зацікавлені сторони;
- запобігти можливості монопольного встановлення цін на фінансові активи;
- уникнути роздроблення національного фондового ринку на окремі нерівномірні сегменти;
- формувати довіру у населення до цінних паперів;
- поширювати інформацію про емітентів, їх цінні папери.

Перелічені заходи направлені на формування стабільності ринку, яка сприяє залученню іноземних інвестицій, зміцнює довіру населення до цінних паперів, а наявність єдиного центру котирування створює умови для здорової конкуренції торгівців з одночасним збереженням гарантій для інвесторів та емітентів.

## **2. ЦІННІ ПАПЕРИ ЯК ГОЛОВНИЙ ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСОВОГО РИНКУ**

1. Сутність цінних паперів і їх місце на фінансовому ринку.
2. Характеристика акцій та механізм їх функціонування.
3. Облігації, їх види та роль в економіці.
4. Роль інвестиційних сертифікатів і приватизаційних паперів у функціонуванні фінансового ринку.
5. Формування портфеля цінних паперів.

### **2.1. Сутність цінних паперів і їх місце на фінансовому ринку**

Основними інструментами фондового ринку, його об'єктом є цінні папери, які частково уже розглядалися в попередніх темах.

**Цінні папери** — документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що впливають із цих документів, іншим особам.

Цінні папери знаходяться в обігу у таких сферах діяльності, як брокерська, депозитарна, реєстраторська, трастова, клірингова, консультаційна та інших. Вони виступають як економічна та юридична категорії, є інструментом залучення коштів, об'єктом вкладання фінансових ресурсів, мають вільний характер переходу від одного власника до іншого, не обмежені в обігу, поділяються на два великих класи — *основні* і *похідні*.

**Основні цінні папери** — це цінні папери, в основі яких лежать майнові права на будь-який актив (товар, гроші, капітал майно, різні ресурси та ін.). До основних відносять-ся акції, облігації, векселі, інвестиційні сертифікати та інші поширені цінні папери, які називають базовими активами.

**Похідні цінні папери** є зобов'язаннями, які виникають у зв'язку зі зміною ціни або умов контракту щодо базового активу.

Розвиток комп'ютерних засобів збору, обробки і збереження інформації створив умови для поступової заміни на ринках певної частини паперових цінних паперів, їх стали називати *безпаперовими* — запис, що зберігається в комп'ютерних файлах. У зв'язку з цим на ринку цінних паперів почав широко використовуватися термін «електронні цінні папери».

*Цінні папери як грошові документи включають такі аспекти:*

1) **документальний** — випуск та обіг обумовлює виникнення певних відносин між емітентом і власником цього цінного папера. Тобто поняття «документальний характер» має те саме значення, що й «офіційний»;

2) **матеріальна форма документа** — означає форму матеріального носія, на якому виготовлений документ. Такий носій може бути паперовим або мати форму комп'ютерного запису;

3) **наявність певного набору взаємних прав та зобов'язань, що впливають із власності на конкретний цінний папір** — включає наявність достатньої інформації про учасників ринку, про ціни, угоди й пропозиції щодо цінних паперів, чесність, високий ступінь взаємної довіри, встановлення пріоритету інтересів клієнта перед інтересами професійних учасників ринку цінних паперів;

4) **свідчать про інвестування коштів**, що є важливим для розуміння економічної суті і ролі цінних паперів;

5) **засвідчують майнове право** у формі титулу власності (акції корпорацій, векселі, чеки і т.д.) або майнове право як відношення позики власника документа до особи, що його випустила (облігації корпорацій і держави, сертифікати та ін.);

6) **формують фундаментальні властивості цінних паперів** — це конкретні властивості, що обумовлюють економіко-право-вий статус цінних паперів як особливого виду майна. У теорії фондового ринку цінними паперами визнаються тільки такі майнові цінності, яким властиві такі фундаментальні властивості, як: обіговість, стандартність, доступність для цивільно-правових відносин, серійність, документальність, урегульованість і визнання державою, ринковість, ліквідність.

Цінний папір як **грошовий документ** — це закріплена на матеріальному носії офіційна інформація емітента, придбання якої призводить до виникнення взаємних прав і зобов'язань між емітентом та власником даного документа. Матеріальним носієм може бути папір (папери, сертифікати, цінні папери) або комп'ютерний запис (електронні цінні папери).

Не кожний грошовий документ може мати статус цінного папера. В більшості країн світу існує *перелік грошових документів*, що закріплюється законодавчо в актах, що мають юридичну силу. Деякі цінні папери мають більшу юридичну силу, інші — меншу. В Україні закони щодо цінних паперів приймаються Верховною Радою, яка є органом законодавчої влади; у США — Конгрес; у Великобританії, Японії, Франції — Парламент. Вітчизняні підзаконні акти в більшості випадків приймаються Кабінетом Міністрів і Міністерством фінансів України.

Переліки цінних паперів можуть бути *широкими* і *вузькими* — залежно від кількості грошових документів, які включає перелік. Так, в Україні до переліку *емісійних* цінних паперів входить дев'ять видів цінних паперів, що закріплені Законом. Це *акції; облігації підприємств; облігації місцевих позик; державні облігації України; іпотечні сертифікати; іпотечні облігації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю (сертифікати*

**ФОН); інвестиційні сертифікати; казначейські зобов'язання України.** Грошові документи, які не включаються в законодавчий перелік цінних паперів і не відповідають встановленим вимогам закону, не мають правового статусу цінних паперів (квитанції, чеки, платіжні доручення тощо).

Кожний національний ринок цінних паперів, поряд з великою кількістю спільних з іншими національними ринками рис, має і свої особливості. Ці особливості можуть бути **реальними**, що пояснюються історичним розвитком даної країни, а можуть мати і **лінгвістичне** походження.

**Реальні особливості** проявляються, наприклад, під час порівняння переліків цінних паперів, що містяться в японських та американських законах, яке свідчить, що при визначенні видів цінних паперів японський підхід є жорсткішим, а американський — відносно вільний. В Японії право більше стежить за тим, щоб тільки певні грошові документи відносились до категорії цінних паперів (їх всього 9); у США цінні папери мають більшу кількість грошових документів (їх більше 100).

**Лінгвістичні особливості** проявляються в тому, що один і той самий термін відносно цінного папера може мати різне значення в різних державах. Наприклад, в Європі короткотермінові зобов'язання держави іноді називають «драфтом», а в США — біллем. Також термін «дохідні облігації» має різне значення у США і Великобританії.

До цінних паперів належать різнотипні документи, що відповідають ресурсам, права на які вони виражають. Так, акції відповідають нерухомості; облігації корпорацій, державні цінні папери, депозитні (ощадні) сертифікати виражають боргові відносини; векселі, чеки, коносаменти пов'язані з рухом товарів. Тому для розкриття економічної сутності цінних паперів необхідно розглянути ознаки, без яких документ не може претендувати на статус цінного папера. Такі ознаки представлені на рис. 2.1.

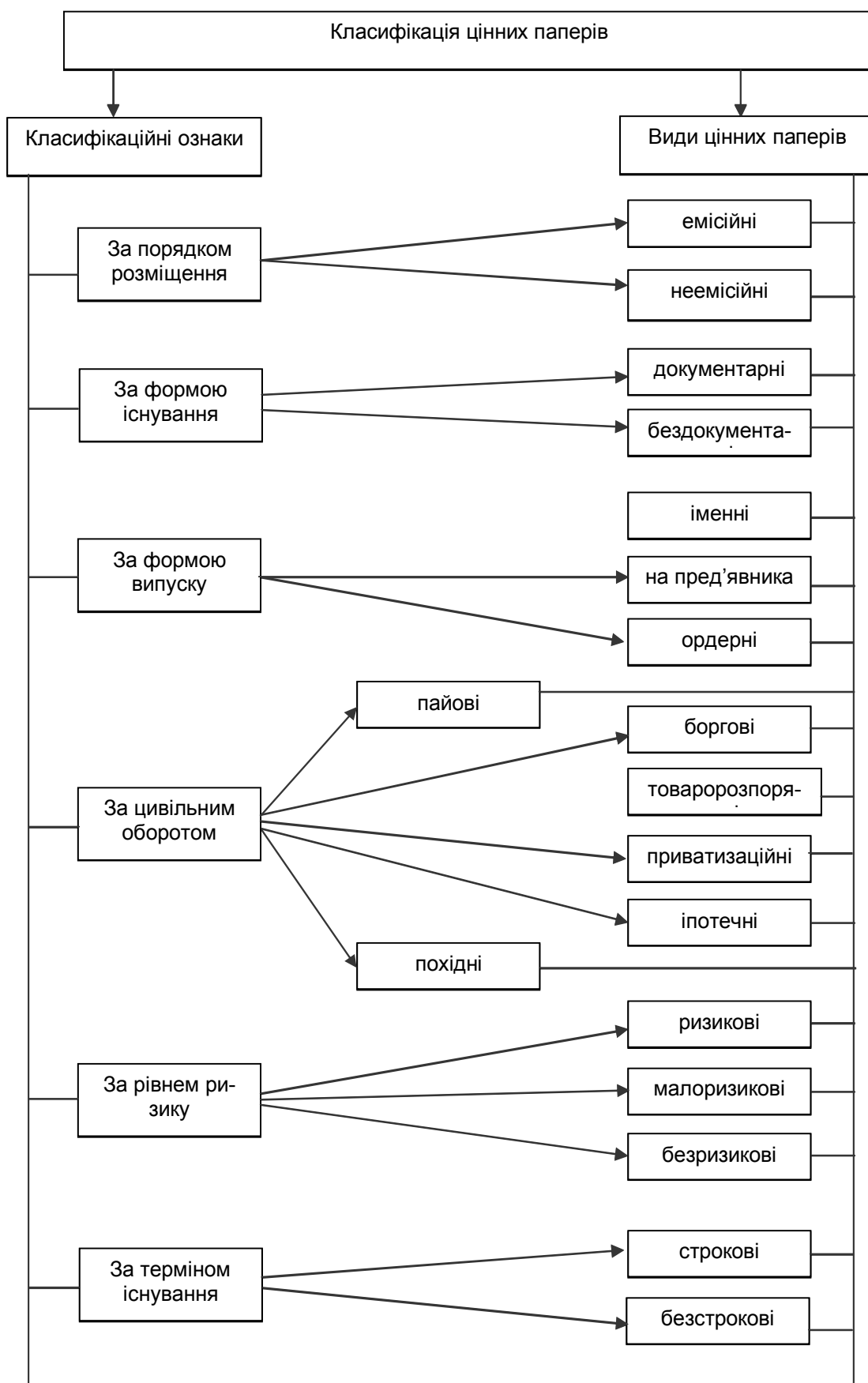
**Класифікація цінних паперів** — це поділ їх, на види за певними ознаками. Під видом цінних паперів слід розуміти сукупність, для якої всі суттєві ознаки є спільними, однаковими.

**Емісійні цінні папери** — це папери, що посвідчують однакові права їх власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов'язання (емітент). До емісійних цінних паперів належать дев'ять їх видів, що визначені вище. Цінні папери, що не належать згідно із цим Законом до емісійних, можуть бути визнані такими ДКЦПФР, якщо це не суперечить спеціальним законам про ці групи або види цінних паперів.

**Документарні** — випущені у паперовій формі, містять реквізити відповідного виду цінного папера певної емісії, дані про кількість цінних паперів і засвідчують сукупність прав, наданих цими паперами.

**Бездокументарні** — випущені в електронному вигляді і передбачають здійснений зберігачем обліковий запис, який є підтвердженням права власності на цінний папір. Випуск у документарній формі здійснюється емітентом шляхом виготовлення сертифікатів, які випускаються з урахуванням вимог, визначених ДКЦПФР. У разі емісії цінних паперів у бездокументарній формі емітент оформляє глобальний сертифікат, що відповідає загальному обсягу зареєстрованого випуску, і передає його на зберігання у вибраний ним депозитарій.

**Глобальний сертифікат** — це документ, оформлений на весь випуск цінних паперів у бездокументарній формі, який підтверджує право на здійснення операцій з цінними паперами цього випуску в НДС. Цінні папери в документарній і бездокументарній формах повинні містити всі передбачені законодавством реквізити. Відсутність або неправильне оформлення хоча б одного з них означає недійсність документа як цінного папера даного виду.



## Рис.2.1.Класифікація цінних паперів

За формою випуску розрізняють цінні папери:

**а) іменні** — права, посвідчені цінним папером, належать особі, зазначеній у цінному папері. Іменні цінні папери не підлягають передачі або передаються шляхом повного індосаменту (передавальним записом, який засвідчує перехід прав за цінним папером до іншої особи). Форма випуску іменних цінних паперів визначається емітентом, затверджується ДКЦПФР при реєстрації випуску та є підставою для взяття цих цінних паперів на обслуговування НДС як іменних цінних паперів у документарній формі, іменна ідентифікація власників яких здійснюється на підставі облікового реєстру рахунків власників у зберігача;

**б) на пред'явника** — права, посвідчені таким цінним папером, належать пред'явникові цінного папера. Цінні папери на пред'явника обертаються вільно. Для передачі іншій особі прав, посвідчених цінним папером на пред'явника, достатньо вручити цінний папір цій особі;

**в) ордерні** — права, посвідчені таким цінним папером, належать особі, зазначеній у цінному папері, яка може сама здійснити ці права або призначити своїм розпорядженням (наказом) іншу уповноважену особу. Права, посвідчені ордерним цінним папером, передаються шляхом вчинення на цьому папері індосаменту. Індосант (фізична або юридична особа, яка є власником ордерного цінного папера і вчиняє індосамент) відповідає за наявність і здійснення цього права. Згідно з індосаментом до особи, якій (або у розпорядження якої) передаються права, посвідчені цінним папером (індосата), переходять усі ці права. Індосамент може бути *бланковим* (без зазначення особи, щодо якої має бути здійснене виконання зобов'язань) або *ордерним* (із зазначенням такої особи).

У цивільному обороті знаходяться цінні папери:

**а) пайові** — посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів), надають власнику право на участь в управлінні емітентом і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частина майна у разі ліквідації емітента. До пайових цінних паперів відносяться акції та інвестиційні сертифікати;

**б) боргові** — посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити у визначений строк кошти відповідно до зобов'язання. Боргові цінні папери не надають їх власникам прав на участь в управлінні справами емітента. До категорії боргових документів належать ті, що свідчать про наявність між організацією-емітентом та власником цінних паперів кредиторсько-дебіторських відносин і включають облігації підприємств, державні облігації України, облігації місцевих позик, казначейські зобов'язання, ощадні (депозитні) сертифікати і векселі;

**в) іпотечні** — цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які засвідчують право власників у межах одного випуску (щодо емітента) на отримання від емітента належних їм коштів у встановлений строк відповідно до вимог. До іпотечних цінних паперів відносяться іпотечні облігації (звичайні та структуровані), іпотечні сертифікати (з фіксованою дохідністю та сертифікати участі), заставні, сертифікати ФОН;

**г) приватизаційні** — посвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду та земельного фонду;

**д) похідні** — цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж: протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових або товарних ресурсів;

**є) товаророзпорядчі** — цінні папери, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах. До розпорядчих цінних паперів відносяться

прості та складські свідоцтва, коносаменти, вантажні свідоцтва і заставні.

Ознаки класифікації, що представлені на рис. 2.1 не є вичерпними. В економічній літературі виділяють і інші ознаки класифікації цінних паперів:

- 1) *за формою отримання доходу (з постійним доходом, бездохідні);*
- 2) *за обсягом наданих прав (з правом власності, з правом управління, з правом кредитування);*
- 3) *за територією обігу (муніципальні, державні, іноземні);*
- 4) *за можливістю обміну (конвертовані та неконвертовані);*
- 5) *за емітентами (державні, приватні, змішані);*
- 6) *за рейтинговим рівнем (високої якості, середньої, низької);*
- 7) *залежно від мети (фондові — безстрокові, що діють понад рік, і комерційні — боргові, короткострокові) та інші.*

Найпоширенішими видами цінних паперів, які випускаються і знаходяться в обігу на ринках цінних паперів країн світу, є:

а) *цінні папери, які засвідчують участь в емітенті (акції, пайові свідоцтва, інвестиційні сертифікати), тобто власники яких є співвласниками майна і коштів емітента;*

б) *цінні папери, які засвідчують наявність боргових взаємовідносин між: власниками цінного папера й емітентом тобто боргові цінні папери (облігації, ощадні (депозитні) сертифікати, векселі, інвестиційні сертифікати;*

в) *похідні цінні папери — документи, що засвідчують наявність у їхнього власника певних спеціальних прав на базовий актив (ф'ючерси, форварди, опціони, свопи, варанти та ін.).*

Незважаючи на різноманітність цінних паперів і чисельність їх видів, будь-який цінний папір характеризується трьома універсальними ознаками:

- 1) підтверджує зобов'язання емітента перед інвестором;
- 2) права інвестора на володіння цінним папером не повинні підтверджуватися будь-яким іншим документом;
- 3) для передачі прав власності на цінний папір достатньо внести ім'я нового власника до реєстру акціонерів у реєстратора або депозитарія.

Роль цінних паперів визначається **функціями**, які вони виконують. Основні із них представлені на рис. 2.2.



Рис. 2.2. Функції цінних паперів

**Мобілізаційна** функція стосується майже всіх видів цінних паперів: акцій, банківських депозитів, казначейських зобов'язань, облігацій підприємств і внутрішньої державної позики тощо. Суть її полягає в тому, що підприємство, організація чи держава на певній стадії свого розвитку досягає моменту, коли починає відчувати нестачу коштів і з метою поліпшення фінансового стану приймається рішення про випуск цінних паперів. За короткий проміжок часу організація-емітент може мобілізувати значні кошти на розвиток власної діяльності.

**Управлінську** функцію виконують не всі цінні папери, переважно акції, сертифіка-



ти з часткою, інвестиційні сертифікати, пайові свідоцтва. Дана функція означає наявність у власника зазначеного виду цінних паперів, які дають можливість брати участь в управлінні емітентом (участь у загальних зборах акціонерів, голосування, висування кандидатур до складу виборних керівних органів, отримання інформації про фінансовий стан, участь у розподілі майна емітента при його ліквідації тощо).

**Запозичувальна** функція виконується лише борговими цінними паперами (облігаціями, векселями, свідоцтвами про заборгованість, комерційними паперами), частка яких на ринку цінних паперів є однією з найбільших. При придбанні боргових цінних паперів їх власник набуває статусу кредитора емітента, а не власника майна емітента, а власник цінних паперів набуває статусу співвласника майна емітента, а не кредитора.

**Розрахункова** функція визначає, що цінні папери можуть виступати засобами розрахунку, тобто ними можна сплачувати вартість робіт, послуг, товарів, а також вартість одних цінних паперів може оплачуватись іншими цінними паперами.

**Забезпечувальна** — означає, що цінні папери або права на них передаються кредиторі і виступають як гарантія того, що у разі невиконання зобов'язань збитки будуть відшкодовані за рахунок вартості цінних паперів.

**Перерозподільна** — реалізується лише на вторинному ринку, де відбувається перерозподіл капіталу між різними галузями господарства. Цінні папери з метою залучення коштів перепродаються, що забезпечує перелив капіталу з однієї галузі чи діяльності в іншу.

**Інформаційна** — свідчить про стан економіки у світі чи в конкретній країні. Так, курси на цінні папери відображають будь-які зміни в економічному та політичному житті. Масове падіння курсів є ознакою погіршення економічної кон'юнктури, а стабільні курси або їх підвищення свідчать про нормальний економічний стан країни.

Перелік визначених функцій не є вичерпним, так як з розвитком ринкових відносин на фінансовому ринку з'являються нові види цінних паперів, поряд з якими появляються і функції, характерні для них.

На виконання цінними паперами визначених функцій впливають різні **чинники**:

**вартісні** — є фундаментальними властивостями цінних паперів, тобто конкретними властивостями, що обумовлюють економіко-правовий статус цінних паперів як особливого виду майна. їх використовують для визначення таких ознак цінних паперів, як:

- **надійність** — ступінь ризику, якому піддається інвестор, коли купує цінні папери. Абсолютно безризикових цінних паперів не існує. Під *ризиком* розуміють припущення, що емітент не може виконати повністю, частково чи своєчасно взяті на себе зобов'язання, згідно з умовами випуску цінних паперів. *Умови випуску* — це офіційний документ емітента, в якому проголошується обсяг і види взаємних прав та зобов'язань, що виникають між емітентом та власником цінних паперів;
- **визначеність** — можливість інвестора мати судження про цінні папери з більшим чи меншим ступенем достовірності. Інвестор вкладає кошти в цінні папери із впевненістю, що поверне їх і отримає прибуток;
- **тривалість життя** — період існування цінних паперів. Чим довший період, тим більша їх вартість (більший відсоток). Цей вартісний чинник має більше значення для боргових цінних паперів, але також ураховується і при визначенні вартості цінних паперів, що підтверджують участь (членство) власника цінного папера в організації діяльності емітента. Усі цінні папери мають повний цикл «життя». Емітенти випускають їх, потім вони знаходяться в обігу чи зберігаються і, нарешті, вилучаються з обігу або погашаються. Навіть ті цінні папери, які випущені на невизначений строк, є

	<p>лише теоретично безстроковими;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>ліквідність</i> — здатність цінних паперів швидко перетворюватись у готівку, тобто швидко бути проданими на ринку. Ті цінні папери, що швидко продаються на ринку, називають ліквідними; вони легко переходять із власності одних інвесторів у власність інших. Неліквідні цінні папери повільно і продаються і купуються на ринку, а також важко і повільно переходять із власності одних суб'єктів до інших;</li> <li>- <i>обіговість</i> — здатність цінних паперів бути предметом купівлі-продажу (акції, облігації) або платіжним інструментом що опосередковує обіг на ринку інших фінансових інструментів (чеки, векселі, коносаменти, приватизаційні документи);</li> <li>- <i>стандартність</i> — наявність обов'язкових реквізитів, які визначають стандартний зміст цінного папера: форми, прав, термінів дії, інститутів обігу, порядку емісії тощо;</li> <li>- <i>участь у цивільному обігу</i> — здатність цінних паперів бути не тільки предметом купівлі-продажу, а й об'єктом інших майнових відносин (угод застави, зберігання, позики, дарування, комісії, успадкування і т. д.).</li> </ul>
<p><b>цінові</b> — це чинники, що впливають на коливання цін на цінні папери, основними із них є <i>ринковий характер цінних паперів</i>, який формує попит і пропозицію. Коли попит перевищує пропозицію, ціна зростає, і навпаки. Для того щоб співвідношення попиту і пропозиції було більш реальним, в останні роки на фондових біржах встановлюються певні обмеження на зміни цін.</p>	

## 2.2. Характеристика акцій та механізм їх функціонування

Важлива роль на фондовому ринку належить акціям. Згідно з правовими нормами в Україні акції випускаються тільки акціонерними товариствами. Приватизація і роздержавлення державного майна передбачає акціонування підприємств, створення на базі державних підприємств акціонерних товариств відкритого (ВАТ) або закритого типу (ЗАТ). Акціонерними товариствами здійснюється випуск пайових зобов'язань, як правило, у вигляді акції. Найпоширенішими випадками, коли акціонерні товариства випускають акції, є такі:

- 1) створення товариства;
- 2) зміна номінальної вартості акцій при зміні статутного фонду;
- 3) збільшення статутного фонду шляхом додаткового випуску акцій при незмінній номінальній вартості останніх;
- 4) поділ або консолідація акцій при незмінному статутному фонді;
- 5) окремі випадки реорганізації акціонерного товариства.

**Акція** — іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства (далі АТ), включаючи право на отримання частини прибутку у вигляді дивідендів, право на отримання частини майна у разі ліквідації АТ, право на управління АТ, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення АТ.

Отже, акція — безстроковий цінний папір, емітентом якого може бути тільки АТ. Акція має номінальну вартість, установлену в національній валюті. Мінімальна номінальна вартість не може бути меншою, ніж одна копійка. АТ розміщує тільки *іменні акції*. У сертифікаті акції зазначаються :

- вид цінного папера;
- найменування та місцезнаходження АТ;
- серія і номер сертифіката;
- номер і дата випуску;
- міжнародний ідентифікаційний номер цінного папера;
- тип і номінальна вартість акції;
- ім'я власника;
- кількість акцій, що випускаються.

АТ розміщує *іменні акції* двох типів:

1) **прості** — надають їх власникам право:

- на отримання частини прибутку АТ у вигляді дивідендів;
- на участь в управлінні АТ;
- на отримання частини майна АТ у разі його ліквідації. Прості акції надають їх власникам однакові права і не підлягають конвертації у привілейовані акції або інші цінні папери АТ;

2) **привілейовані** — називаються так тому, що їх власник має певні привілеї порівняно з власниками звичайних акцій того самого емітента. Привілейовані акції надають їх власникам права:

- на отримання частини прибутку АТ у вигляді дивідендів;
- на отримання частини майна АТ у разі його ліквідації - на участь в управлінні АТ у випадках, передбачених статутом і законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

АТ розміщує привілейовані акції різних класів (з різним обсягом прав), якщо така можливість передбачена його статутом. У такому разі умовою їх розміщення є черговість отримання дивідендів і виплат з майна ліквідованого товариства для кожного класу привілейованих акцій, розміщених АТ, яка встановлюється статутом товариства. Залежно від умов розміщення привілейовані акції певних класів можуть бути конвертовані у прості акції або у привілейовані акції інших класів. *Частка привілейованих акцій у статутному капіталі АТ не може перевищувати 25 відсотків*. Реєстрацію випуску акцій здійснює ДКЦПФР в установленому нею порядку. Обіг акцій дозволяється після реєстрації ДКЦПФР звіту про результати розміщення акцій і видачі свідоцтва про реєстрацію випуску акцій.

Прості акції більш поширені, ніж привілейовані, оскільки:

а) існують законодавчі обмеження щодо випуску привілейованих акцій з метою уникнення порушень у балансі інтересів акціонерів і менеджерів товариства;

б) прості акції дохідніші, ніж привілейовані, оскільки вони ризиковіші.

У світовій практиці основними *видами привілейованих акцій* є:

- **кумулятивні** — дають право не тільки на поточний дивіденд, а й на раніше не виплачений дивіденд з якихось причин;
- **некумулятивні** — неоголошені дивіденди не накопичуються і втрачаються;
- з часткою участі у прибутках (випускаються рідко) — дають право на додаткові дивіденди, якщо дивіденди за простими акціями більші;

- **конвертовані** — дають право їхнім власникам обмінюватись на певну кількість звичайних акцій тієї ж компанії. На біржі ціна на прості (неконвертовані) привілейовані акції більш стабільна, ніж на звичайні. Ринкова ціна конвертованих привілейованих акцій менш стабільна, ніж простих привілейованих. Причина в тому, що перші завжди пов'язані із звичайними акціями, в які вони можуть бути переведені за рішенням їхнього власника;
- **з регульованими дивідендами** — дивіденди не є фіксованими, а регулюються періодично залежно від рівня доходу АТ і дохідності інших цінних паперів;
- **префакції (відзивні)** — АТ залишає за собою право викупити акції з надбавкою до номінальної вартості. Для цього створюється викупний фонд, але якщо розмір фонду виявляється недостатнім для викупу акцій, їх погашення не відбувається; поверненість зручна для компанії, але не для інвесторів;
- **ретрективні** — власник має право погасити у визначений момент за визначеною ціною. Умови вилучення їх встановлюються при підготовці їх випуску;
- **прямі привілейовані** — із звичайними привілеями щодо активів і дивідендів;
- **із змінюваним або плаваючим курсом** — дивідендні платежі змінюються залежно від рівня відсотків;
- **підпорядковані** — деякі АТ випускають привілейовані акції різних класів з різними правами стосовно активів і дивідендів. Підпорядкована акція нижчого класу дає власникам менше прав, ніж привілейована акція цього ж товариства вищого класу. *Залежно від ризику та очікуваної дохідності на світовому фінансовому ринку виділяють акції:*
  - **з блакитними корінцями** — найбільш солідних і великих корпорацій;
  - **дохідні** — дивіденди за якими перевищують середній рівень;
  - **зростання** — акції корпорацій, що стрімко розвиваються і доходи яких вищі від середнього рівня, проте дивідендні виплати невисокі;
  - **циклічні** — ціна яких змінюється відповідно до змін в економіці; в основному це акції базових галузей економіки — коли відбувається підйом у галузі — інвестори купують акції, а коли спад — продають;
  - **спекулятивні** — акції молодих і маловідомих компаній;
  - **захищені (антициклічні)** — акції, ціна на які досить стабільна навіть при спадах в економіці та ін.

Також в економічній літературі надаються й інші види акцій [35]:

- **номінальні та безномінальні акції**. На бланку номінальної акції вказана її номінальна вартість, а на бланку безномінальної акції — не зазначається. Електронні акції також можуть бути номінальними і безномінальними. В одному випадку номінальна вартість акції зазначається в комп'ютерному файлі поряд з кількістю акцій, в іншому — просто проставляється кількість акцій;
- **вітчизняні та іноземні акції**. Вітчизняними акціями є такі, що випущені і знаходяться в обігу на території держави, де здійснена державна реєстрація емітента. Щодо інших держав, на території яких укладатимуться угоди з приводу акцій даного емітента, вони будуть іноземними акціями. Коли головний офіс емітента знаходиться в іноземній державі і в цій країні емітент занесений до державного реєстру, то його акції, якщо вони перебувають в обігу на території України, є іноземними. Ринки таких акцій в Україні ще тільки формуються;
- **платні акції** — такі, які продаються емітентом безпосередньо або через посередників у власність інвесторів. Емітент здійснює продаж акцій при їх випуску, а інвестор, коли їх купує, сплачує їх вартість;
- **преміальні акції** — ті акції, які емітент випускає додатково з метою збільшення статутного капіталу. їх емітент може продавати акціонерам або новим інвесторам.

Однак бувають випадки, коли емітент на певну суму вказаного прибутку додатково випускає відповідну кількість акцій за номінальною вартістю, що дорівнює номінальній вартості раніше випущених акцій. При цьому суми нерозподіленого прибутку капіталізуються в статутний капітал і зараховуються як оплата акцій додаткового випуску. У свою чергу, акції додаткового випуску безкоштовно передаються емітентом у власність акціонерів з дотриманням відповідної пропорційності. Виходячи з того, що акціонери не сплачують вартості отриманих акцій, тобто останні дістаються їм нібито даром, то такі акції називають преміальними;

- **акцій вільного чи обмеженого обігу.** Назву таких акцій визначає форма їх випуску: відкрита чи закрита. Коли емітент пропонує свої акції для продажу всім потенційним інвесторам, а не будь-якій групі, то такий випуск вважається відкритим; якщо ж емітент продає свої акції тільки визначеним й відомим йому інвесторам, то такий випуск є закритим.

*Вільний обіг* означає, що акції емітента можуть переходити із власності одних інвесторів у власність інших і на них може укладатися різна кількість угод. Жодних обмежень щодо їх обігу умовами випуску не передбачається.

*Обмежений обіг* означає, що акціонери можуть відчужувати акції, які є у них у наявності третім особам, тобто за межі кола акціонерів даного емітента, при дотриманні певних умов (наприклад, встановлення акціонерам заборони відчужувати акції, що є в них у наявності, протягом певного періоду). Поза обігом акції знаходяться у тих випадках, коли акціонери не можуть їх відчужувати за межі кола акціонерів, тобто третім особам, але можуть їх перепродавати один одному або емітенту. В останньому випадку емітент також не має права продавати викуплені акції третім особам, але має змогу продавати їх своїм акціонерам.

Найпоширеніші види цін акцій представлені в таблиці 2.1.

Таб.2.1. Поширені види цін акцій

Види цін акцій	Характеристика ціни
Номінальна	Позначається на бланку акції та є вартістю однієї частки, на яку розподілений увесь статутний капітал АТ
Емісійна	Ціна, за якою продаються емітентом безпосередньо або через посередників при їх випуску
Балансова	Встановлюється за балансовими документами емітента
Ринкова	Ціна акцій певного емітента на кожний момент ринкової операції; встановлюється на основі укладених угод на конкретні акції та коливається залежно від попиту і пропозиції на них у конкретному місці і в конкретний час

Акціонер може мати у власності будь-яку кількість акцій одного емітента, якщо це обумовлено статутом емітента. Якщо акціонеру належить значна кількість акцій, то в такому випадку йдеться мова про пакет акцій.

**Пакет акцій** — це наявність у власності одного і того ж акціонера визначеної кількості акцій (більше однієї) одного й того ж емітента. Залежно від того, скільки акцій знаходиться в пакеті, розрізняють значний і контрольний пакети акцій.

**Значний пакет акцій** — це пакет, який дає право акціонеру суттєво впливати на управління справами емітента. Акціонер, який володіє *значним* пакетом акцій, має можливість для просування своїх кандидатів до Ради директорів, здійснювати вплив на формування виконавчого органу емітента (правління ради), а також на вибір напрямів діяльності емітента. Значні пакети акцій, крім якісних показників, мають і кількісні критерії, що закріплюються законодавчими актами. Наприклад, у США *значними пакетами акцій* є паке-

ти, що складаються з 10, 20, 40, відсотків акцій певного емітента. В Європейському співтоваристві до них належать пакети з 5, 10, 25, 30 відсотків акцій конкретного емітента. В останній час у зв'язку з розширенням інтернаціоналізації ринків цінних паперів мінімальний розмір *значного пакета акцій* визначається відсотками акцій одного емітента. Згідно з законами деяких країн акціонери, що володіють значними пакетами акцій, мають повідомляти про це емітента і спеціальні державні органи (комісії з цінних паперів). Так, в Україні реєстратор, який здійснює ведення реєстру власників іменних цінних паперів емітента, повинен повідомляти Антимонопольний комітет України про кожний факт придбання акціонером більше 10 відсотків акцій одного емітента.

**Контрольний пакет акцій** — це пакет, в якому акціонеру належить «50 % + 1 голос». Всі більш значні, ніж цей пакети акцій, також є контрольними. Акціонер, який володіє *контрольним пакетом акцій*, має змогу висувати до складу Ради директорів або правління будь-якого свого кандидата, вносити на зборах акціонерів будь-яку пропозицію, впливати на напрями діяльності емітента тощо. Контрольні пакети акцій, як і значні, обов'язково підлягають реєстрації.

В акції найяскравіше проявляються такі економічні характеристики цінних паперів, як ліквідність, дохідність, надійність, самостійний обіг.

Емісійна ознака акції задається емітентом і державою та включає в себе: означення випуску, серії, номера, умов та особливостей випуску, розміщення, обігу, статусу акції. До емісійних ознак належить й *емісійна ціна акції* — її ціна на первинному ринку. Крім емісійної ціни, розрізняють також і *ринкову вартість акції* або її *курс*. Класична формула *курсу акції* при її *первинному розміщенні* має такий вигляд:

$$КА = \frac{Див.}{Д б.д.} \times 100\% = \frac{ЧП}{Н} \times 100\% \quad (2.1)$$

де КА — курс акції; Див. — дивіденд; Д б.д. — дохідність банківських депозитів; ЧП — чистий прибуток; Н — норма дивідендних виплат.

Формула (2.1) порівнює можливі доходи від розміщення грошей: а) у цінні папери і б) на банківський депозит. Вартість акції повинна відповідати дивіденду від суми, що покладена на депозит. У такому разі курс акції матиме вигляд:

$$КА = \text{Ном.} + ЗП \quad (2.2)$$

де Ном. — номінал акції; ЗП — засновницький прибуток.

Із даних формул виокремлюються фактори, що впливають на курс акції. Це:

- номінальна вартість акції;
- рівень засновницького прибутку;
- ринкові фактори — попит і пропозиція на дані акції або коефіцієнт ринкової кон'юнктури (К р.к.).

*Коефіцієнт ринкової кон'юнктури* зіставляє платоспроможний попит на дані акції та обсяг їх пропозиції і дорівнює співвідношенню :

$$\text{Коеф. р. к.} = \frac{О п.п.}{О п.} \quad (2.3)$$

де О п.п — обсяг платоспроможного попиту на дані акції; О п. — обсяг їх пропозиції.

Коефіцієнт ринкової кон'юнктури (К р.к.) демонструє обґрунтованість ринкового котирування. Якщо:

- а) К р.к. = 1 — це означає, що встановлений емітентом курс акцій правильний і дає можливість реалізувати весь випуск і отримати запланований засновницький прибуток;
- б) К р.к. < 1 — передбачається завищення курсу, а відповідно, і недорозміщення випуску та недоотримання засновницького прибутку;
- в) К р.к. > 1 — емітент недооцінив акції, є потенціал приросту вартості.

Крім первинного (емісійного) розміщення акцій, існує і *додатковий випуск*. Факторами,

що впливають на курс акцій при їх додатковому випуску, є:

- реальний курс акцій (КА р.);
- внутрішня вартість акцій (ВВА);
- чисті активи корпорації (ЧАК);
- кількість акцій (Na);
- ринкові фактори — коефіцієнт ринкової кон'юнктури.

*Внутрішня вартість акцій* — це відношення чистих активів корпорації до кількості акцій:

$$ВВА = \frac{ЧАК}{N_a} \quad (2.4)$$

Формула курсу акцій при їх додатковому випуску має такий вигляд:

$$КА = Ка с. \times К р.к. \quad (2.5)$$

де КА с. — курс акції, що склався.

В даному випадку, якщо обґрунтувати ринкове котирування:

а)  $К р.к. = 1$  — курс акцій додаткового випуску відповідатиме курсу, який вже склався, і цінових змін на ринку не відбулося. Новий випуск акцій вписується в ринок і покриває незадовільний попит;

б)  $К р.к. < 1$  — існує можливість падіння або обвалу курсу. У даному разі емітент переоцінив свої емісійні можливості, місткість ринку і недоотримає запланованих фінансових ресурсів;

в)  $К р.к. > 1$  — даний випуск (за інших рівних умов) не впливатиме на курс акцій і емітент знову може проводити емісію.

На курс акцій впливає велика кількість чинників, серед яких виділяють:

- **основні** — внутрішня вартість акцій, коефіцієнт ринкової кон'юнктури, дохідність альтернативних інвестиційних проектів, рівень розвитку економіки в державі, дії чиновників, які навмисно занижують цінові параметри акцій підприємств, що приватизуються, та ін.;
- **другорядні** — стан справ у конкурентів, наявність або відсутність пільг для акціонерів, початок або закінчення сезону відпусток, дивідендна політика підприємства;
- **що спричиняють підвищення курсу** — очікування виплати дивідендів або великого замовлення в корпорації, стабільний темп зростання дивідендів, поліпшення становища на ринку корпорації, зростання обсягів продажу, поглинання конкурентів, наявність великого попиту на акції, високий рівень менеджменту;
- **що спричиняють зниження курсу** — зниження обсягів виробництва та реалізації продукції, форс-мажорні обставини (хвороба відомих політиків), загальна соціальна та політико-економічна нестабільність.

В Україні курс акцій при їх первинному розміщенні в основному відповідає їх номіналу. Оскільки згідно із законодавством емісійна ціна не може бути меншою від номіналу, то номінальна вартість акцій є мінімальним рівнем їх емісійної ціни.

Переважає більшість акцій випускається у бездокументарній формі, особливо якщо засновники зацікавлені у вторинному обігу цінних паперів; у разі коли мета емітента полягає у контролі за структурою акціонерного капіталу, вибір падає на документарну форму акції.

*Особливість акції, їх значення на фінансовому ринку, полягає в тому, що ці цінні папери:*

- найбільшою мірою серед усіх інших цінних паперів виконують регульовальні функції в системі суспільного відтворення. Саме акція сприяє переливу капіталу в перспективні галузі економіки з менш перспективних галузей і виробництв. Регульовальні властивості акції пов'язані, в першу чергу, з такими її характеристиками, як ліквідність, дохідність, потенціал приросту курсової вартості;
- краще від інших цінних паперів реалізують й інші функції цінних паперів — інформаційну, мобілізуючу, контролюючу та ін.;

- більше за всі інші цінні папери пов'язані з фондовими індексами;
- саме акції є своєрідним свідченням економічного стану держави;
- враховуючи розмір капіталізації акцій, значна частина вільних капіталів вкладається саме в акції;
- через купівлю контрольного пакета акцій, їм немає рівних серед інших фінансових інструментів щодо можливості служити провідником впливу з метою встановлення економічного контролю над виробництвом.

Таким чином, можна визначити акцію як цінний папір, що:

- виражає відносини між учасниками акціонерного товариства, регулювальними органами і фінансовими посередниками;
- має самостійний обіг на фондовому ринку та свій курс;
- виконує регулювальні, інформаційні, інвестиційні, спекулятивні та інші функції;
- має емісійну, ринкову, фондову цінність. Інтернаціоналізація світового фондового ринку зумовила виникненню нових форм фінансових інструментів, які сприяють інтеграції економік, тісній і взаємовигідній співпраці емітентів, посередників та інвесторів різних країн.

На міжнародному ринку цінних паперів мають обіг акції транснаціональних компаній двох видів — *євроакції* та *американські депозитарні розписки (ADR)*. Євроакції котируються на міжнародних фондових біржах Європи (Лондонській, Франкфуртській, Паризькій, Люксембурзькій). Кроком до інтернаціоналізації акцій є ADR, що репрезентують євроакції, розміщені у депозитаріях США та обмінені на депозитні свідоцтва, які мають обіг на американському фондовому ринку. Таким чином, європейські компанії отримують доступ на ринок цінних паперів США.

### 2.3. Облігації, їх види та роль в економіці

**Облігації** — це один з видів боргових цінних паперів, що підтверджують наявність кредиторсько-дебіторських взаємовідносин між емітентом і власником облігацій. У цих взаєминах емітент є позичальником грошей, а власник облігацій — кредитором.

У світовій практиці існує ціла система поділу облігацій на види залежно від тих чи інших критеріїв. На рис. 2.3. представлені найбільш поширені ознаки класифікації облігацій, які існують у світовій практиці. Цей перелік не є вичерпним. Існують облігації з розширенням, серійні облігації, з фіксованою, змінною та індексованою ставкою тощо. Надамо характеристику деяким видам облігацій, що представлені на рисунку.

В основі поділу облігацій на *вітчизняні* та *іноземні* покладені ті ж самі критерії, які використовуються при поділі акцій на аналогічні види: місце юридичної реєстрації головного офісу емітента та територія, на якій знаходяться в обігу випущені ним облігації.

Певне значення для облігацій має строковість.

**Строкові облігації** — це облігації, які випускаються на конкретно визначений строк, після закінчення якого емітент бере зобов'язання їх погасити. Найпоширенішим терміном обігу для *короткострокових облігацій* є 1 рік, *середньострокових* — від 1 до 5 років, *довгострокових* — понад 5 років; *безстрокових (цільових позик)* — термін конкретно не визначається, але дохід за такими облігаціями виплачується 1 раз на квартал або 1 раз на півроку і протягом «життя» цих облігацій річний розмір відсотків може змінюватися. Емітент при випуску безстрокових облігацій зобов'язання за їх погашення на себе не бере, тому такі облігації ще називають «вічними»; є облігації з *правом дострокового погашення*, при випуску яких емітент повідомляє, що резервує за собою право на довгострокове погашення боргу. У різних країнах у поняття «строкові» вкладається різний зміст. Наприклад, у США короткостроковими є облігації, що випускаються строком до 2 років, середньострокові — від 2 до 10 років, довгострокові — понад 10 років. У Великобританії — відповідно до 5 років — короткострокові, від 5 до 15 — середньострокові та понад 15 ро-



ків — довгострокові. Державні облигації України можуть бути короткострокові — до 1 року, середньострокові — від 1 до 5 років і довгострокові — понад 5 років. Чим вищий показник стабільності розвитку економіки даної країни, тим тривалішим є термін середньострокових і довгострокових облигацій.

За **відсотковими** облигаціями дохід сплачується у вигляді відсотка, який нараховують згідно з номінальною вартістю конкретної облигації. Наприклад, він рівний 10 %, а номінальна вартість облигації — 1500 грн. Це означає, що дохід від цієї облигації буде дорівнювати 150 грн. У зарубіжній економічній літературі такі облигації називають облигаціями з премією, тому що відсоток є винагородою, яка сплачується емітентом за користування позикою понад номінальну вартість і є свого роду премією власнику облигації за те, що він її придбав; **дисконтні** випускаються з терміном до 1 року і дохід за ними створюється як різниця між ціною, за якою облигація погашається емітентом, і ціною, за якою вона продається емітентом; за **конвертованими** грошовий дохід не виплачується, а замінюється безкоштовною видачею нових цінних паперів. У практиці розвинутих країн короткострокові конвертовані облигації особливо часто випускаються державою і місцевими органами влади. Погашення одних облигацій шляхом видачі нових є вигідним для емітента, так як є способом продовження термінів користування позиченими грошми; **безпроцентні** облигації є цільовими позиками, часто безвідсотковими облигаціями, що випускаються з метою накопичення коштів для будівництва об'єктів місцевого значення, важливих для населення. При погашенні таких облигацій відсотки в грошовій формі не сплачуються, а замість цього власнику облигацій продають відповідну кількість товарів за пільговими цінами.

За **забезпеченими** облигаціями емітент гарантує виконання своїх зобов'язань повернути основну суму боргу і виплатити доходи. Такі облигації є надійними, відсотки за ними встановлюються меншими, ніж за **незабезпеченими** облигаціями, які є прямими борговими зобов'язаннями, що не висувають майнових претензій до компаній. Забезпеченням таких облигацій є загальна платоспроможність компаній.

Залежно від цілей розрізняють облигації **вільного обігу (на пред'явника)** — можуть вільно переходити з власності одних інвесторів у власність інших на умовах угоди, **з обмеженням обігом (іменні)** — випускаються, коли емітент не завжди зацікавлений, щоб випущені ним облигації перебували у вільному обігу і **без права обігу** — інвестори, які придбали такі облигації, залишаються їх власниками до моменту погашення без права продавати, обмінювати чи дарувати їх.

**Відсотки за облигаціями, купонні виплати** розраховують за розробленою методикою. Відсотки за облигаціями відносяться на витрати компанії, виплачуються не тільки при можливій відсутності прибутку, а й у разі збитковості підприємства. Розмір купонних виплат визначається за формулою:

$$KB = \frac{Ном \times Кв}{100\%}, \quad (2.6)$$

де KB — розмір купонних виплат; Ном. — номінальна ціна облигації; Кв — купонний відсоток.

Купонні виплати здійснюються за купонами, доданими до облигації. Купони нумеруються, кожний з них призначений для виплати відсотка за певний час, при виплаті — їх відрізають. Купони пред'являються для оплати самому емітенту, гаранту (поручителю) випуску або уповноваженому фінансовому посереднику.

Для виплат відсотків за облигаціями і погашення їх вартості на підприємстві створюється **відкладений фонд** (фонд погашенім), у який підприємством перераховуються згідно з договором грошові суми для того, щоб мати ще до моменту погашення певні фінансові ресурси і згодом виплачувати відсотки. Розмір погашення залежить від умов випуску облигацій.

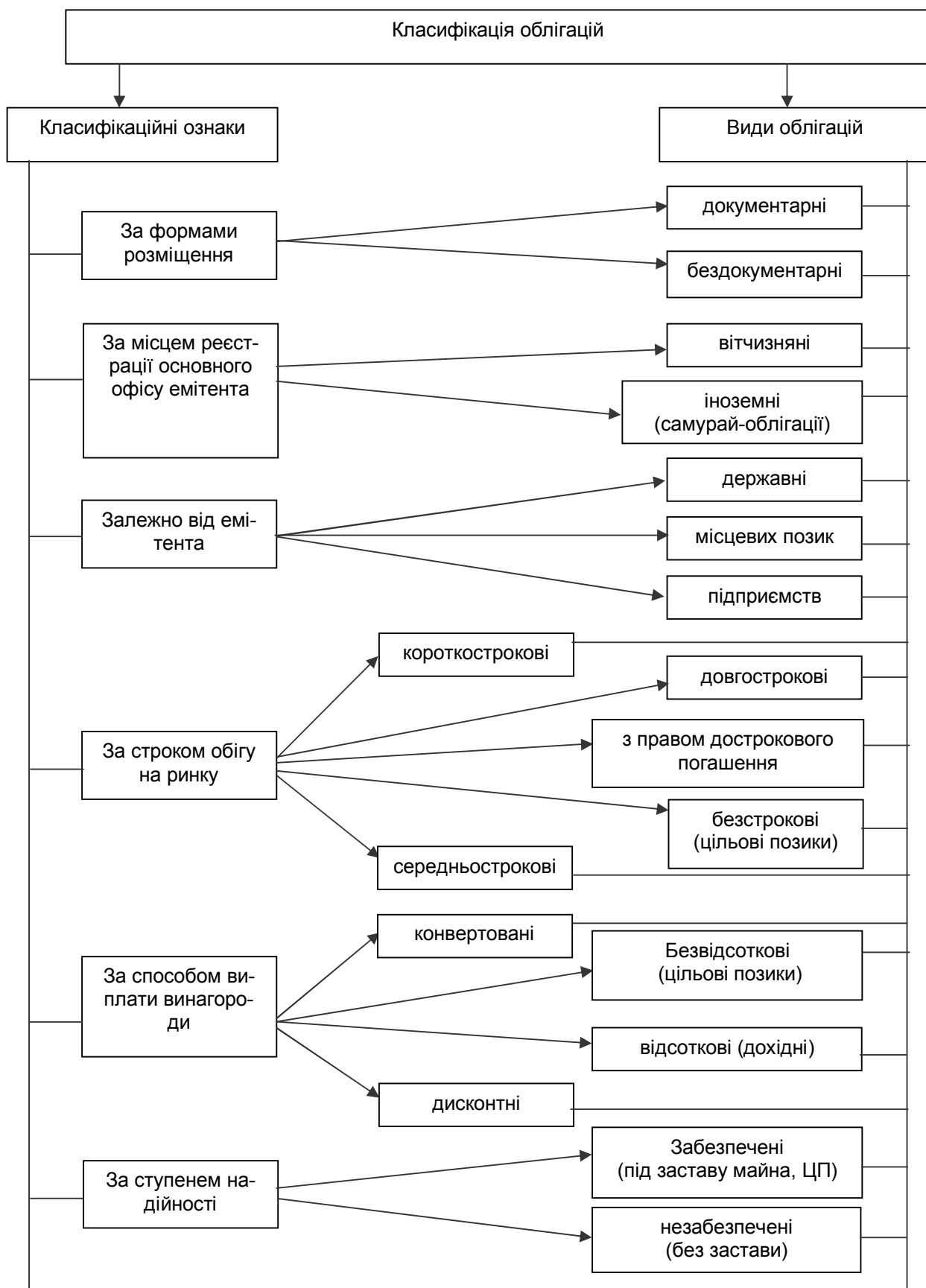


Рис.2.3. Класифікація облігацій

Облігація, як і акція, продається і купується на ринку і має *ринковий курс*, який розраховується за формулою:

$$PK = \frac{P_{цo}}{Ном.} \times 100\% \quad (2.7)$$

де PK — ринковий курс облігації; P<sub>цo</sub> — ринкова ціна облігації, грн.  
Звідси, ринкова ціна облігації дорівнює:

$$P_{цo} = \frac{Ном. \times PK}{100\%}, \quad (2.8)$$

Курс і ціна облігації пов'язані з рівнем прибутковості будь-якого іншого альтернативного способу вкладення капіталу: банківського відсотка, державних боргових зобов'язань та ін. Із урахуванням даних чинників ринкова ціна облігації буде дорівнювати:

$$P_{цo} = Ном. \times \frac{(1+D_o)^n}{(1+D_e)^n} \times 100\% \quad (2.9)$$

де D<sub>o</sub> — прибутковість облігації — купонний відсоток за облігацією (у сотих частках відсотка); D<sub>e</sub> — прибутковість альтернативних вкладень капіталу (у сотих частках відсотка); n — кількість років, що залишилися до погашення облігації.

Спрощену ринкову ціну облігації можна подати у такий спосіб:

$$P_{цo} = Ном. + C \times n \quad (2.10)$$

де C — сума річних купонних виплат за облігацією.

Таким чином, ціни облігацій залежать не тільки від рівня прибутковості альтернативних інвестиційних проектів, а й від прибутковості самої облігації, терміну, на який вона випущена, у тому числі терміну, що залишився до погашення облігації. У цьому разі чим більший цей термін, тим за інших рівних умов дорожчою є облігація. Якщо облігація випущена з дисконтом, то при наближенні дати погашення величина дисконту буде зменшуватися.

Курс відсоткової облігації в процесі обігу автоматично підвищується завдяки зростанню накопиченого купонного відсотка. При реалізації облігації неoderжані продавцем купонні відсотки будуть розділені між ним і покупцем. Їхня накопичена частина (відсотки за час, що минув після останньої виплати відсотків до дати купівлі-продажу облігації), увійшовши у вартість облігації, буде сплачена покупцем продавцеві. В ексдивідендний термін курси іменних корпоративних облігацій автоматично зменшуються на величину відсотка, тому що цей відсоток вже покупцеві не дістанеться — може одержати тільки продавець. На курси облігацій, як і на курси акцій, впливає велика кількість чинників, і в першу чергу, це — стан попиту-пропозиції на облігації, наявність відкладеного чи викупного фонду, кредитний рейтинг емітента і т.д.

Більш детально розглянемо існуючу систему вітчизняних облігацій.

Згідно з Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що *«облігація — це цінний папір, що посвідчує внесення його власником грошей, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбаченій умовами розміщення облігацій строк і виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення»*.

Облігації розміщуються у документарній або бездокументарній формі.

Емітент у порядку, встановленому ДКЦПФР, може розміщувати:

- а) *відсоткові облігації* — за якими передбачається виплата відсоткових доходів;
- б) *цільові* — облігації, виконання зобов'язань за якими дозволяється товарами або послугами відповідно до вимог, встановлених умовами розміщення таких облігацій;

в) **дисконтні** — облігації, що розміщуються за ціною, нижчою ніж їх номінальна вартість. Різниця між ціною придбання та номінальною вартістю облігації виплачується власнику облігації під час її погашення і становить дохід (дисконт) за облігацією.

Облігації можуть розміщуватися з **фіксованим строком погашення**, єдиним для всього випуску. **Дострокове погашення** облігацій за вимогою їх власників дозволяється у разі, коли така можливість передбачена умовами розміщення облігацій, якими визначені порядок встановлення ціни дострокового погашення облігацій і строк, у який облігації можуть бути пред'явлені для довгострокового погашення. Погашення може здійснюватися грошима або майном відповідно до умов розміщення облігацій. Облігація має номінальну вартість, визначену в національній валюті, а якщо це передбачено умовами розміщення облігацій — в іноземній валюті. Мінімальна номінальна вартість облігації не може бути меншою ніж одна копійка. Продаж облігацій здійснюється в національній валюті, а якщо це передбачено законодавством та умовами їх розміщення, — в іноземній валюті.

Емітент може розміщувати облігації *іменні*, у сертифікаті якої обов'язково зазначається ім'я власника і *на пред'явника*. До сертифіката **відсоткової облігації на пред'явника** додається купон (купонний лист). У купоні (купонному листі) зазначаються серія та номер сертифіката облігації, за якою виплачуються відсотки, найменування і місцезнаходження емітента, строки виплати відсотків. На кожному купоні (купонному листі) зазначається його порядковий номер. Реквізити сертифіката облігації встановлює ДКЦПФР.

Власники облігацій, на відміну від держателів акцій, не виступають власниками підприємства, облігації якого вони купили, але вони отримують стабільний дохід у вигляді певних відсотків (такі цінні папери є борговими зобов'язаннями). До того ж АТ, за умов прибуткової діяльності, спочатку забезпечує виплату відсотків за облігаціями, а потім нараховує дивіденди своїм акціонерам. В Україні частіше зустрічаються облігації з фіксованою відсотковою ставкою, змінна відсоткова ставка зустрічається переважно на міжнародному ринку цінних паперів. В таблиці 3.1 представлені схожі риси та відмінності між акціями та облігаціями.

Найбільш важливим для економіки країни видом облігацій є державна облігаційна позика, або іншими словами, — державні облігації. Основною *метою випуску державних облігацій* є фінансування потреб бюджету, збільшення надходження іноземної валюти і приведення в дію механізму стримувального впливу на інфляцію. Державні облігації повинні мати високий рівень визначеності, бути надійними, відрізнятися ліквідністю — тільки такі їх характеристики можуть приваблювати солідних інвесторів, переважно кредитно-фінансових інститутів, що мають у своєму розпорядженні великі грошові кошти і зацікавлені їх вкласти у цінні папери.

Таб.2.2. Схожі риси і відмінності в якій природі акцій та облігацій

Схожі риси	Відмінності	
	Акції	Облігації
Є фінансовим капіталом першого порядку	випускають тільки АТ	випускають підприємства будь-яких організаційних форм, а також держава
Укладаються договори між емітентом, з одного боку, і гарантом або андеррайтером випуску, з другого	пайовий цінний папір, без визначеного терміну дії, більш поширені	борговий терміновий цінний папір, менш поширені
Масово емітовані, біржові, корпоративні	є частиною статутного капіталу	є частиною облігаційної позики

Є основними ринковими фондовими	розміщувати за ціною, що менша від номіналу, не можна	можна розміщувати з дисконтом (зі знижкою від номіналу)
Мають спільні реквізити	випускаються при створенні АТ або при збільшенні його статутного капіталу з метою залучення додаткових фінансових ресурсів	випускають для обслуговування процесу розширеного відтворення основних фондів, а також з фінансової точки зору, випуск облігацій — краща і дешевша операція
Продаються і купуються на ринку, мають ринковий курс і балансову вартість	гарантована виплата дивідендів, властиві високі спекулятивні якості	має вищі інвестиційні якості з погляду її надійності — гарантується дохід і погашення
Знаходяться в обігу на біржовому і позабіржовому ринках	при первинному випуску акціонери мають справу з АТ	при первинному випуску облігаціонери мають справу з уже сформованою корпорацією
Підпорядковані державній системі реєстрації, контролю і регулювання їх обігу	акціонер (співвласник корпорації) перебуває у часткових партнерських відносинах з іншими учасниками АТ	облігаціонер — кредитор компанії
Існує ексклюзивний строк, коли покупець не має права на отримання доходу за ними	у разі банкрутства компанії майнові претензії акціонерів задовольняються в другорядному порядку	майнові претензії облігаціонерів у разі банкрутства задовольняються в першочерговому порядку
Курс і ціна пов'язані з рівнем прибутковості будь-якого способу вкладення капіталу	висока регульовальна роль у процесі суспільного відтворення	низька регульовальна роль у процесі суспільного відтворення
	динаміка продажу пов'язана з економічним станом тієї чи іншої галузі	динаміка продажу пов'язана з ціною випуску, термінами обігу, іміджем окремого емітента
	динаміка курсів входить до більшості фондових індексів	незначна частина фондових індексів пов'язана з курсом облігацій
	дохід виплачується на час існування корпорації	дохід виплачується тільки на час дії облігації
	умови емісії менш доступні для акціонерів, але менше обмежень в обігу	умови випуску більш доступні для облігаціонерів, але більше обмежень в обігу
	сумарна вартість випущених акцій утворює статутний капітал корпорації	сумарна вартість випущених корпоративних облігацій є позиковим капіталом компанії або його частиною
	в операціях спостерігається велика кількість фінансових афер	фінансових афер набагато менше

	дивіденди виплачуються тільки з чистого прибутку, після його оподаткування	відсотки відносяться на витрати компанії, виплачуються і при можливій відсутності прибутку і у разі збитковості підприємства, незалежно від оподаткування прибутку
--	--	--

**1. Державні облигації** — це облигації, випуск яких здійснено від імені держави чи від імені будь-якого її органу. Емісія державних облигацій регулюється законом України про Державний бюджет на відповідний рік, яким встановлюються граничні розміри державного зовнішнього та внутрішнього боргу. Емісія державних облигацій є частиною бюджетного процесу і не підлягає регулюванню ДКЦПФР. Державні облигації в Україні можуть бути: довгострокові — понад 5 років; середньострокові — від 1 до 5 років і короткострокові — до одного року.

*Державні облигації* поділяються на:

**а) облигації внутрішніх державних позик України** державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому фондовому ринку і підтверджують зобов'язання держави щодо відшкодування пред'явникам цих облигацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облигацій. Залучення коштів шляхом випуску облигацій внутрішньої державної позики становить десятки мільярдів гривень, але внаслідок нецільового використання цих коштів державою виникає не лише дефіцит, а й потреба у додатковій емісії таких цінних паперів вже з метою погашення минулих і поточних боргів.

**Основними функціями**, які виконує внутрішня державна позика в економіці країни, є:

- формування державного боргу;
- забезпечення касового виконання державного бюджету шляхом покриття розривів між: доходами та видатками, що виникають у результаті нерівномірності в часі податкових надходжень і видатків бюджету;
- регулювання грошового обігу, розвитку економіки, проведення грошово-кредитної політики з метою досягнення зростання обсягу виробництва, підвищення зайнятості та попередження інфляції;
- мобілізація коштів для фінансування цільових державних і місцевих програм, які мають важливе соціально-економічне значення;

**б) цільові облигації внутрішніх державних позик України** — облигації, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік, і в межах граничного розміру державного боргу. Основним реквізитом таких облигацій є зазначення в законі про Державний бюджет на відповідний рік на пряму використання коштів від розміщення цих облигацій.

Кошти, залучені до Державного бюджету України від розміщення цільових облигацій внутрішніх державних позик, використовуються виключно для фінансування державних або регіональних програм і проектів на умовах їх повернення в обсягах, передбачених законом про Державний бюджет на відповідний рік. Фінансування здійснюється відповідно до кредитних договорів, що укладаються між державою в особі Міністерства фінансів України та отримувачем коштів. Умови кредитних договорів повинні відповідати умовам випуску цільових облигацій внутрішніх державних позик з обов'язковим установленням дати обслуговування та погашення кредиту за п'ять днів до дати обслуговування та погашення цих облигацій.

**в) облигації зовнішніх державних позик** — державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання держави ві-

дискондувати пред'явникам цих облігацій їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій. Україна випускає облігації зовнішньої державної позики з 1995 року, які призначені переважно для реструктуризації боргів за енергоносії перед Росією. Такі облігації мають змогу обертатися на європейському фондовому ринку, хоча й практично не здатні розв'язувати існуючі зовнішні проблеми України.

Рішення про розміщення облігацій зовнішніх і внутрішніх державних позик України та умови їх випуску приймається згідно з Бюджетним кодексом України. Розміщення здійснюється у разі дотримання на кінець року граничних розмірів державного зовнішнього та внутрішнього боргу, передбачених Верховною Радою України в законі про Державний бюджет на відповідний рік. Операції з обслуговування державного боргу, пов'язані з розміщенням *облігацій внутрішніх державних позик і цільових облігацій*, їх погашення, виплата доходів за ними, а також депозитарну діяльність щодо цих цінних паперів виконує НБУ. Порядок проведення цих операцій встановлює НБУ за погодженням з Міністерством фінансів України. Розміщення, обслуговування та погашення *облігацій зовнішніх державних позик* здійснює Міністерство фінансів України, яке на основі відповідних договорів може залучати для цього банки, інвестиційні компанії тощо.

Державні облігації можуть бути *іменними* або *на пред'явника*, розміщуватися у *документарній* або *бездокументарній* формі. Продаж облігацій внутрішніх державних позик здійснюється в національній валюті, а облігацій зовнішніх державних позик України — у валюті запозичення. Виплата доходів і погашення державних облігацій України здійснюються грошима або державними облігаціями України інших видів за згодою сторін.

**2. Облігації підприємств** — це облігації, які випускаються юридичними особами, котрі переважно займаються підприємницькою діяльністю. У світовій практиці такі облігації називають інституційними. Термін «інститути» використовується для узагальненої назви компаній, корпорацій, господарських товариств тощо. Основними цілями випуску таких облігацій є отримання позики грошових коштів, необхідних для господарської діяльності; збільшення свого акціонерного капіталу шляхом обміну облігацій при погашенні на акції; зміцнення своїх виробничих зв'язків з інститутами-партнерами; придбання контрольного пакета акцій іншого емітента тощо.

Ринок облігацій підприємств в Україні є найменш розвиненим. Основними причинами такого становища стали законодавча невизначеність, непосильний податковий тиск, складне економічне становище в країні, інфляційні процеси. Але однією з головних подій останніх років на вітчизняному фондовому ринку стало відновлення використання такого поширеного на світових фінансових ринках інструменту, як облігації підприємств. Порівняно з попередніми роками все більше юридичних осіб залучає додаткові кошти шляхом випуску облігацій підприємств. Позитивною рисою ринку облігацій підприємств є значне підвищення інтересу з боку господарських товариств (передусім товариств з обмеженою відповідальністю, державних підприємств та АТ) до випуску власних облігацій. У Законі [20] визначено, що *облігації підприємств*:

- розміщуються юридичними особами тільки після повної сплати свого статутного капіталу;
- не допускається розміщувати для формування і поповнення статутного капіталу емітента, а також покриття збитків від господарської діяльності шляхом зарахування доходу від продажу облігацій як результату поточної господарської діяльності;
- підтверджують зобов'язання емітента за ними та не дають права на участь в управлінні емітентом;
- дають право юридичним особам розміщувати їх на суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами;
- згідно з умовами розміщення облігацій, що розміщуються АТ, можуть передбачати можливість їх конвертації в акції АТ (конвертовані облігації);

- розміщуються відповідно до рішення про їх розміщення, яке приймається відповідним органом управління емітента згідно з нормами законів, що регулюють порядок створення, діяльності та припинення юридичних осіб відповідної організаційно-правової форми.

Реєстрацію випуску облігацій підприємств здійснює ДКЦПФР в установленому нею порядку.

**3. Облігації місцевих позик** — це облігації, що випускаються місцевими органами влади. Муніципальні (місцеві) облігації є напрямом залучення фінансових ресурсів на місцевому рівні. Емісія муніципальних облігацій забезпечує зниження вартості обслуговування внутрішнього боргу, залучення в економіку регіону коштів іноземних інвесторів та сприяє трансформації коштів населення в інвестиції. Кошти від розміщення облігацій місцевих позик спрямовують на конкретно визначені програми розвитку регіону, а також для фінансування різного роду місцевих проектів — будівництва мостів, очисних споруд, системи водопостачання тощо, що створить нові робочі місця, збільшить податкові надходження, зменшить соціальну напругу, сприятиме розвитку інфраструктури ринку цінних паперів. З наведеного зрозуміло, що необхідність місцевих облігацій як важливого інструменту фондового ринку місцевих позик очевидна. Але на сучасному етапі на розвиток ринку облігацій місцевих позик негативний вплив має недосконала інфраструктура фондового ринку

України. Складності, що стоять на шляху розвитку такого ринку, можуть бути вирішені державою тільки в тісній взаємодії з професійними учасниками фондового ринку. Створення саморегульованих організацій учасників ринку місцевих цінних паперів дозволить розв'язати проблеми, пов'язані з розвитком інфраструктури ринку, забезпеченням ліквідності й інформаційної відкритості ринку та вдосконалення законодавства з цих питань.

Згідно із Законом [20] до облігацій місцевих позик належать *облігації внутрішніх і зовнішніх місцевих позик*. Рішення про розміщення таких облігацій приймає Верховна Рада АРК або міська рада відповідно до вимог, установлених бюджетним законодавством. Реєстрацію випуску облігацій місцевих позик здійснює ДКЦПФР в установленому нею порядку. Особливості погашення та реалізації прав за облігаціями місцевих позик визначаються умовами їх розміщення.

Перші вітчизняні облігації внутрішніх місцевих позик з'явилися у 1995 році. Їх випуски були зареєстровані в Київській, Харківській, Донецькій, Дніпропетровській, Одеській, Львівській, деяких інших областях і в Автономній Республіці Крим. Відповідно до умов випуску багатьох місцевих позик при розміщенні менше як 20 % обсягу емісії позики вважаються такими, що не відбулися. Незважаючи на таку низьку межу, деякі позики не розмістили навіть 1 % облігацій. Львівській міськраді було відмовлено у реєстрації інформації про випуск облігацій у зв'язку з невідповідністю поданих документів чинному законодавству. У зв'язку з численними порушеннями чинного законодавства при проведенні деяких місцевих позик органами контролю приймалися рішення про закриття позик.

Серед муніципальних позик, що мали місце в різних областях України, були як вдалі, так і невдалі спроби вирішити соціально-економічні проблеми відповідних регіонів за рахунок емісії муніципальних облігацій. Незважаючи на посилення державного регулювання та контролю за ринком місцевих позик, залучення коштів до місцевих бюджетів шляхом випуску облігацій місцевих позик не набуло значного поширення в Україні. Але протягом останніх років кількість зареєстрованих випусків облігацій місцевих позик збільшується.

Основними причинами незадовільного розвитку ринку муніципальних позик є низький рівень довіри з боку інвесторів до органів місцевої влади та відсутність кваліфікованих спеціалістів в органах місцевого самоврядування з питань випуску та обігу облігацій місцевих позик.



Таким чином, на ринку цінних паперів одночасно можуть знаходитися різні види облігацій, що дає можливість для інвесторів формувати *портфель облігацій* з метою зниження ризику інвестицій та отримання стабільного прибутку. Портфель облігацій, як і портфель акцій, формується на основі принципів дохідності, надійності, ліквідності, а також враховує параметри виплат доходів за різними облігаціями. Основними фінансово-кредитними інститутами, які формують портфель облігацій, є інвестиційні та пенсійні фонди, комерційні банки, страхові та інвестиційні компанії. Портфельні облігації разом з портфельними акціями та іншими цінними паперами формують *інвестиційний портфель*.

В Україні формування портфеля облігацій здійснюють переважно різноманітні інститути, при цьому основну частину такого портфеля, як правило, займають державні облігації. Останні в умовах фінансової нестабільності залишаються чи не єдиним джерелом отримання стабільного доходу. Однак і державні цінні папери ще дуже далекі від аналогічних оптимальних фондових цінностей.

З викладеного видно, що облігації на ринку цінних паперів посідають важливе місце, відіграють роль своєрідного каталізатора економіки (коли йдеться про державні облігації) і беруть активну участь у розвитку національного фондового ринку.

Важливим фінансовим інструментом на міжнародному фінансовому ринку є *єврооблігації*. Міжнародна асоціація фондових ринків займається стандартизацією умов випуску та обігу єврооблігацій, а також розробляє правила торгівлі єврооблігаціями. Основна форма випуску єврооблігацій — у вигляді цінного папера на пред'явника. Вони обслуговуються в одній із світових депозитарно-клірингових систем і розміщуються одночасно на ринках кількох країн. Найбільша кількість угод із єврооблігаціями здійснюється у фондових центрах — Лондоні, Сингапурі, Гонконзі, Нью-Йорку та Токіо.

#### **2.4. Роль інвестиційних сертифікатів і приватизаційних паперів у функціонуванні фінансового ринку**

До категорії цінних паперів згідно із Законом [20] відноситься також *інвестиційний сертифікат*, який поряд із акціями входить у групу пайових цінних паперів.

**Інвестиційний сертифікат** — це цінний папір, який розміщується інвестиційним фондом, інвестиційною компанією, компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду та посвідчує право власності інвестора на частку в інвестиційному фонді, взаємному фонді інвестиційної компанії та пайовому інвестиційному фонді.

Емітентом *інвестиційного сертифіката* виступає юридична особа, що його розміщує: інвестиційний фонд, інвестиційна компанія або компанія з управління активами пайового інвестиційного фонду, які відносять до інститутів спільного інвестування (ІСІ). ІСІ провадить діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість.

**Цінні папери ІСІ** — акції корпоративного інвестиційного фонду та інвестиційні сертифікати пайового інвестиційного фонду. Інвестиційні сертифікати можуть бути іменними чи на пред'явника і містити такі реквізити: фірмове найменування ІСІ, його місцезнаходження, найменування цінного папера — «Інвестиційний сертифікат» і його порядковий номер, дату випуску, вид інвестиційного сертифіката, його номінальну вартість, ім'я власника, підпис посадової особи, печатку ІСІ. Кількість проголошених інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду зазначається у проспекті емісії.

**Проспект емісії цінних паперів ІСІ** — це документ, який подається ДКЦПФР компанією з управління активами під час реєстрації емісії інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду або емісії акцій корпоративного інвестиційного фонду. Строк розміщення інвестиційних сертифікатів відкритого та інтервального пайових інвестиційних фондів не обмежується.

**Інвестиційні сертифікати** можуть надавати його власнику право на отримання доходу у вигляді дивідендів. Дивіденди за інвестиційними сертифікатами відкритого та інтервального пайового інвестиційних фондів не нараховуються і не сплачуються. Розміщення похідних (деривативів) цінних паперів, базовим активом яких є право на отримання інвестиційних сертифікатів, не допускається.

Діяльність ІСІ пов'язана із залученням грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку після вкладення цих коштів. Така діяльність має як позитивні сторони, так і негативні. Основні надбання спільного інвестування представлені нарис. 2.4.



Рис. 2.4. Позитивні риси спільного інвестування

До негативних чинників спільного інвестування можна віднести:

- недосконалість чинного законодавства щодо цінних паперів;
- часті випадки некомпетентності працівників інституційних інвесторів, які займаються питаннями спільного інвестування;
- шахрайські дії керівництва інституційних інвесторів;
- непрозорість ринку цінних паперів на перших стадіях розвитку;
- невизначеність особливостей ведення бухгалтерського обліку, що призводить до перекручення фінансових результатів, подвійного оподаткування доходів від спільного інвестування.

Зазначені недоліки суттєво впливають на фінансову довіру дрібних інвесторів і, відповідно, на розміри коштів, які залучаються. Ліквідність і прозорість цінних паперів дає інвесторам впевненість у правильності свого вибору. Основними напрямками розвитку спільного інвестування є створення надійного захисту прав інвесторів і умов для прозорості та ліквідності ринку цінних паперів. Як видно з наведеного аналізу, ІСІ відіграють важливу роль у функціонуванні фондового ринку України.

Окрему групу цінних паперів представляють *приватизаційні цінні папери*, які є різновидністю державних цінних паперів, що випускаються в країнах, які здійснюють перехід до ринкової економіки.

Обіг приватизаційних паперів має низку специфічних рис, які представлені на рис.

## 2.5.



Рис.2.5. Специфічні риси обігу приватизаційних цінних паперів

У різних країнах процеси випуску й обігу приватизаційних паперів проходять по-різному. Так, у Росії вони випускаються як ліквідні цінні папери, а в Україні — як неліквідні.

*Приватизаційні цінні папери — це цінні папери, які посвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду.*

Випуск приватизаційних паперів здійснювався НБУ, хоча органом, що приймав рішення про випуск, виступає Кабмін України. Приватизаційні папери підлягали використанню лише з метою обміну їх на акції або документи, що свідчать про право власності на об'єкти приватизації.

Основними видами приватизаційних паперів є:

- майнові сертифікати;
- житлові чеки;
- земельні бони.

Найбільш поширеним видом приватизаційних паперів став **приватизаційний майновий сертифікат**, який залучався до приватизації центрами сертифікатних аукціонів, довірчими товариствами, інвестиційними фондами та іншими учасниками ринку цінних паперів України. На початкових етапах приватизації майнові сертифікати існували лише у формі безготівкових депозитів — рахунків у відділеннях Ощадного банку України. Відповідно до програм приватизації за приватизаційні сертифікати передбачалося реалізувати близько 70 % майна, що перебуває у власності держави. Близько 30 % реалізувалося з використанням **компенсаційних ощадних сертифікатів**. Ці сертифікати є іменними цінними паперами, які видавалися громадянам України, що мали рахунки в установах Ощадного банку України, і призначалися для компенсації втрат від інфляції власникам цих коштів.

У перші роки приватизації активну роль приватизаційних паперів на фінансовому ринку виконували **житлові чеки** — це приватизаційні папери, які одержували громадяни України і використовували для приватизації державного житлового фонду. Житловий чек видавався на безстроковий термін, міг успадковуватися за умови виплати податку на

спадщину. Спочатку приватизаційні житлові чеки існували у вигляді приватизаційних депозитних рахунків, які відкривали громадянам України у відділеннях Ощадного банку, але, не отримавши підтримки з боку держави, житлові чеки подальшого поширення не набули і були поступово витіснені з ринку компенсаційними сертифікатами.

Найдорожчими серед приватизаційних паперів мали бути *земельні бони*, але поряд з житловими чеками ці цінні папери також не «прижилися», навіть не була визначена їх номінальна вартість.

З приватизаційними паперами фінансовим посередникам дозволено проводити:

- посередницьку діяльність — полягає в обміні приватизаційних паперів на паї та акції і здійснюється посередником від свого імені, за дорученням, за рахунок і на ім'я власника приватизаційних паперів лише на основі відповідної ліцензії;
- представницьку діяльність — обмін приватизаційних паперів на паї та акції, що здійснюється представником від імені, за рахунок і на ім'я власника цих паперів;
- комерційну діяльність — здійснюється інвестиційними компаніями і фондами через обмін власних інвестиційних сертифікатів на приватизаційні папери громадян з метою їх акумулювання та подальшого обміну на паї, акції від власного імені, за свій рахунок і на своє ім'я.

## 2.5. Теоретичні засади дивідендної політики

Дивіденди акціями сплачують, як правило, молоді компанії, які спрямовують весь прибуток на інвестування. Взагалі завжди існує певна суперечність між дивідендами та іншою часткою прибутку, що спрямовується на інвестиції.

Пропозицій щодо послаблення цієї суперечності є чимало.

### 1. Концепція М.Міллера — Ф.Модільяні.

Згідно з нею ринкова вартість акцій взагалі не залежить від дивідендної політики акціонерного товариства. Використовуючи доходи для інвестування, а не для виплати дивідендів, корпорація забезпечує собі майбутні прибутки, що веде до підвищення ринкової вартості акцій, а отже, доходів акціонерів. Виходячи з цього, немає сенсу вибирати будь-яку дивідендну політику.

### 2. «Синиця в руці» (М.Гордон, Е.Брігем, Дж.Лінтнер).

Цей підхід виходить з того, що, оскільки майбутні доходи ще будуть колись, а поточні вже є, то виплата дивідендів є менш ризикованою, ніж нарощування капіталу, і більшість інвесторів віддає перевагу саме виплаті дивідендів. Отже, корпорація мусить виплачувати дивіденди в обсязі, який задовольнив би інвесторів. Незадоволення акціонерів розміром дивідендів може призвести до того, що вони спробують позбутись акцій, що, в свою чергу, призведе до спадіння курсової вартості останніх.

Тяжіння до великих дивідендів притаманне лише дрібним інвесторам, бо стратегічний інвестор у певних випадках може взагалі відмовитися від поточних дивідендів. Наприклад, коли доходи від участі в управлінні товариством перевищують дивіденди чи контроль за діяльністю корпорації дає змогу вирішувати проблеми конкуренції, інвестор згоден утриматись від одержання доходу сьогодні, вважаючи, що завтра він буде значно вищим.

Але завжди треба пам'ятати, що зберегти акціонерний капітал можна лише тоді, коли дрібні акціонери будуть задоволені розміром дивідендів.

### 3. Концепція комплексної політики (Дж.Уолтер).

Вона полягає у тому, що оптимальний розмір дивіденду повинен максимізувати ринкову вартість акції. Вона базується на порівнянні норми дохідності інвестицій корпорації (**J**) з ринковою нормою дохідності по акціях (**K**):

- за  $J > K$  — ринкова вартість акцій тим вища, чим нижчі дивіденди;

- за  $J < K$  — ринкова вартість акцій зростатиме, якщо зростатимуть дивіденди.

Концепція М.Міллера — Ф.Модільяні виходить з наявності абсолютно ліквідного ринку — тільки на ньому можна отримати дохід у вигляді приросту капіталу (різницею між цінами купівлі акції та наступного її продажу). Такої характеристики український ринок цінних паперів, що формується, не має. Крім того, для дрібних інвесторів, що володіють невеликою кількістю акцій з низькою номінальною вартістю (для приватизованих підприємств стандартна номінальна вартість акцій становить 25 копійок), їх реалізація зв'язана з витратами на послуги операторів ринку, розмір яких кореспондується з доходом від приросту курсової вартості.

Зазначимо також, що навряд чи курсова вартість акцій більшості приватизованих підприємств зростатиме — загальна економічна ситуація не породжує оптимізму щодо перспектив розвитку цих підприємств.

Отже, доходів від курсової вартості очікувати інвесторам не слід. Це твердження справедливе і для доходів від дивідендів.

Загальне падіння виробництва та скорочення прибутку підприємств не дає їм змоги виконувати обов'язки щодо акціонерів, тим більше, що реального капіталу під час сертифікатної приватизації корпорації не отримали. Залучення стратегічних інвесторів в процесі продажу державних пакетів акцій під інвестиційні зобов'язання теж не дає надії на виплату дивідендів, оскільки політику корпорацій визначатимуть стратегічні інвестори, інтереси яких полягають, насамперед, у пошукванні виробництва реінвестуванням прибутку.

Крім того, довіра дрібних інвесторів до вкладання грошей у фондові цінності значно підірвана скандалами з «фінансовими пірамідами» та виплатами копійчаних дивідендів на безпідставно розрекламовані колись приватизаційні сертифікати.

Можна передбачити, що менеджмент приватизованих підприємств змінить своє ставлення до виплат дивідендів, проводячи додаткові постприватизаційні емісії. Але на це потрібен час. Поки що сумнівні корпорації, які пунктуально виконують зобов'язання перед акціонерами («Українська фінансова група», «Укррічфлот», найпотужніші банки та деякі інші), не «роблять погоди» у загальній дивідендній політиці.

Властивості акцій окремих корпорацій оцінюються за допомогою системи показників (рис.2.6).

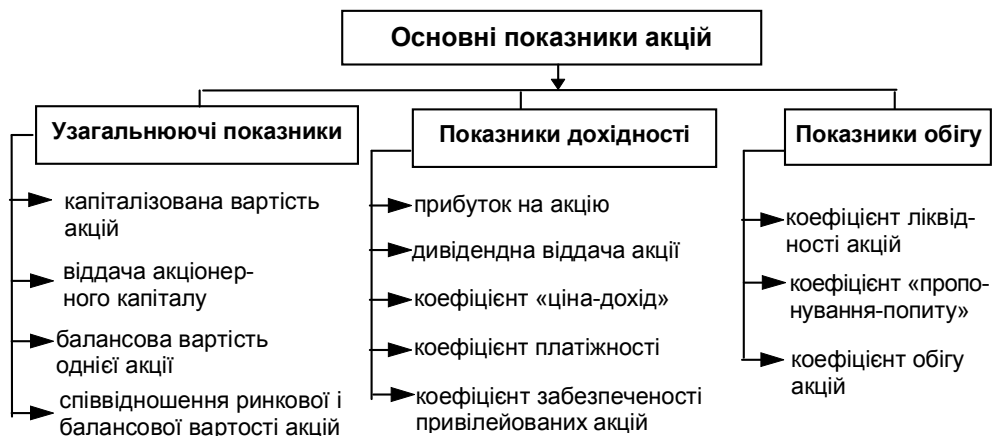
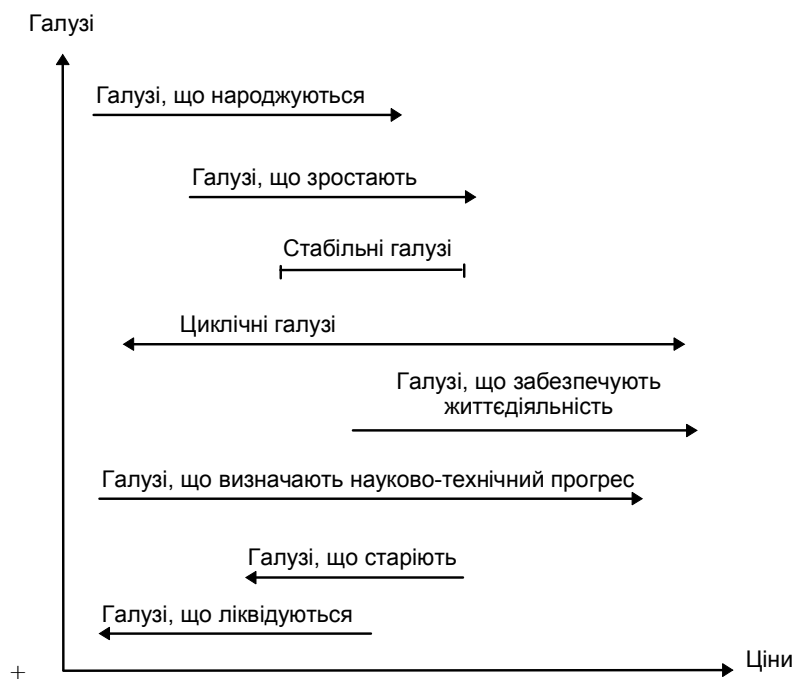


Рис.2.6.Основні показники акцій

Порівняльну характеристику цін на акції залежно від стану галузі зображено на рис. 2.7., а основні характеристики акцій підприємств в залежності від їх стадії розвитку та місця на ринку в таб.2.3, 2.4.



Таб.2.3. Основні характеристики акцій залежно від місця підприємства на ринку

Місце підприємства на ринку	Рівень дивідендів	Перспективи курсової вартості	Ризикованість	Ліквідність	Орієнтація інвесторів
Монополіст	Високий, середній	Стабільна	Дуже низька	Висока	На високі дивіденди, стабільну курсову вартість, мінімальний ризик
Лідер	Високий, середній	Стабільна чи зростає	Низька	Висока	На високі дивіденди, стабільну курсову вартість, низький ризик
Середняк	Середній, низький	Стабільна чи знижується	Середня	Висока, середня	На очікування можливих високих дивідендів і зростання курсової вартості акцій, що дає змогу сподіватись на збільшення частки ринку підприємства у недалекому майбутньому
Аутсайдер	Низький, чи дивіденди не виплачуються взагалі	Знижується	Висока, дуже висока	Низька, дуже низька	На збільшення свого впливу на підприємство з метою його придбання і наступної реорганізації

Місце підприємства на ринку	Рівень дивідендів	Перспективи курсової вартості	Ризикованість	Ліквідність	Орієнтація інвесторів
Аферист	Рекламований дуже високий	Рекламована дуже висока при низькій номінальній вартості	Винятково висока	Відсутня	На швидке збагачення (безпідставне)

Таблиця 2.4. Основні характеристики акцій на різних стадіях життєвого циклу підприємства

Стадії життєвого циклу	Рівень дивідендів	Курсова вартість	Ризикованість	Ліквідність	Орієнтація інвесторів
Підготовка до виходу на ринок	Низький, коливається чи виплата дивідендів взагалі відсутня	Низька	Винятково висока	Дуже низька	На дуже високі ризики з очікуванням майбутнього зростання курсової вартості і дивідендів
Початок зростання	Низький, нестійкий	Низька	Дуже висока	Низька	На високі ризики з очікуванням майбутнього зростання курсової вартості і дивідендів
Становлення	Зростає, стабільний	Зростає	Висока, середня	Середня	На значні ризики з очікуванням майбутнього зростання курсової вартості і дивідендів
Зрілість	Високий, стабільний	Стабільна	Низька	Висока	На низькі ризики за стабільної курсової вартості і високих дивідендів
Згасання діяльності	Знижується, нестійкий	Знижується	Дуже висока	Низька	На поглиблення свого впливу на підприємство з наміром його придбання і наступної реорганізації

Припинення діяльності і підготовка до повернення на ринок з новим товаром	Дуже низький, чи дивіденди взагалі відсутні	Дуже низька	Винятково висока	Дуже низька	На поглиблення свого впливу на підприємство з наміром його придбання і наступної реорганізації
---	---	-------------	------------------	-------------	--

Залежність цін на акції від місця підприємства на ринку показана на рис. 2.8

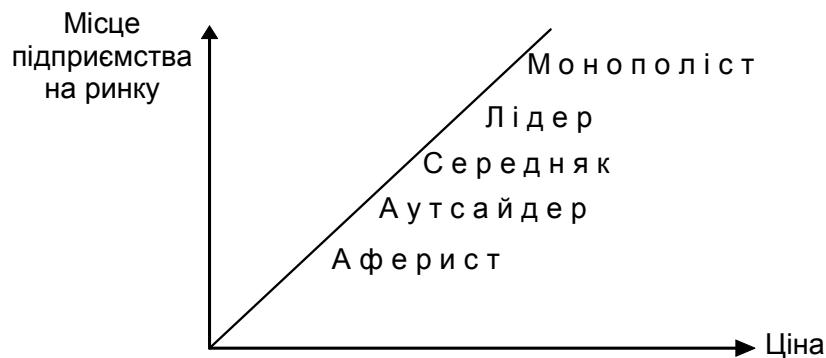


Рис. 2.8. Залежність цін на акції від місця підприємства на ринку

## 2.6. Формування портфеля цінних паперів

**Портфель цінних паперів** — це підібрана сукупність окремих видів цінних паперів: акцій, облігацій, ощадних сертифікатів та ін., якими володіє певна особа.

**Формування портфеля цінних паперів** — це операція фондового ринку, яка передбачає проведення постійних операцій із цінними паперами, які входять до портфеля, для підтримки якості портфеля, забезпечення зростання його поточної вартості, збереження та приросту капіталу, доступу через придбання цінних паперів до дефіцитної продукції та послуг, майнових і немайнових прав, до власності.

До складу портфеля можуть входити цінні папери одного типу, наприклад акції, це буде портфель акцій, — або входять різні фінансові інструменти, які будуть формувати його *структуру* — певне співвідношення між конкретними видами цінних паперів у портфелі.

**Основними принципами формування портфеля цінних паперів є:**

- **ризиковість** — невизначеність, пов'язана з величиною та часом отримання доходу за портфелем цінних паперів. Ризик інвестування в портфель визначається сумою ризику ліквідності, ризику неплатежу (невпевненість в отриманні виплат) та ризиком, пов'язаним з терміном обігу цінних паперів, що сформували портфель (більший період часу пов'язаний з більшою невизначеністю, а отже, і з більшим ризиком несвоєчасного отримання доходу за активом);
- **дохідність** — показник, що відображає очікуваний у майбутньому дохід за портфелем цінних паперів. Дохідність прямо пов'язана із ризиковістю: чим більший потенційний ризик несе цінний папір, тим вищий потенційний дохід він повинен мати, і, навпаки, чим надійніший дохід, тим нижча його ставка. Це завдання вирішується



шляхом придбання цінних паперів відомих АТ, які мають високі фінансові показники і відповідні індикатори фінансового стану;

- **безпе́чність** — це принцип, що досягається за рахунок зниження дохідності й темпу зростання вкладень у портфель цінних паперів і *визначає невразливість їх (цінних паперів) до потрясінь на фондовому ринку та стабільність в отриманні доходу*;
- **лікві́дність** — одна з найважливіших властивостей портфеля цінних паперів, яка означає *спроможність швидкого перетворення всього портфеля цінних паперів або його частини в грошовий капітал при відсутності значних втрат*. Таке перетворення супроводжується своєчасним погашенням зобов'язань перед кредиторами, поверненням їм запозичених грошових ресурсів, за рахунок яких був сформований портфель. Чим вищий ранг фінансового ринку, на якому знаходяться в обігу цінні папери портфеля, тим більш ліквідним є цей портфель. Різні категорії цінних паперів, що перебувають в обігу на одному ринку, мають різний ступінь ліквідності і впливають на ліквідність портфеля цих цінних паперів. Так, акції вважаються менш ліквідними ніж облігації, довгострокові цінні папери — менш ліквідними ніж короткострокові, корпоративні цінні папери — менш ліквідними ніж державні. Найліквіднішим в багатьох країнах вважається портфель, що сформований із високонадійних державних цінних паперів, які завжди забезпечують інвесторам мінімальний для певного ринку рівень доходу.

Визначені принципи формування портфеля цінних паперів не є вичерпними. Портфель складається із певних видів цінних паперів, яким властиві свої принципи, властивості, функції, чинники, — що, у свою чергу, впливає і на портфель цінних паперів.

В економічній літературі наводяться різні ознаки класифікації портфелів цінних паперів, найбільш поширена класифікація представлена на рис. 2.9.

Механізм формування портфеля орієнтований на пріоритети інвестора. Такими пріоритетами переважно є збереження і приріст капіталу, отримання більшого доходу, доступ до власності, до дефіцитної продукції, послуг тощо.

Пріоритети інвестора визначають *мету формування портфеля* і його *тип* (взаємозв'язок мети і типу портфеля представлений на рис. 2.10).

Якщо метою інвестора буде:

- **отримання доходу** — формується і *портфель доходу*, характерною ознакою якого є отримання доходу за рахунок дивідендів і відсотків (тому його часто називають дивідендним). Так як рівень доходу за портфелем планується, він має майже нульовий ризик. *Портфель доходу* має свої різновиди:
  - а) *конвертований* — дохід отримують за рахунок конвертації (обміну) акцій на облігації, які входять до складу портфеля, або навпаки;
  - б) *грошового ринку* — дохід одержують за рахунок готівки та активів, що входять до його складу і швидко реалізуються;
  - в) *облігацій* — середній дохід отримують майже за нульового ризику;
- **забезпечення приросту капіталу на основі підвищення курсу цінних паперів** — формується *портфель зростання*, в якому капітал збільшується не за рахунок відсотків і дивідендів (як у портфелі доходу), а за рахунок підвищення курсу цінних паперів, тому його часто називають курсовим портфелем. Основні вкладення здійснюються переважно в акції.

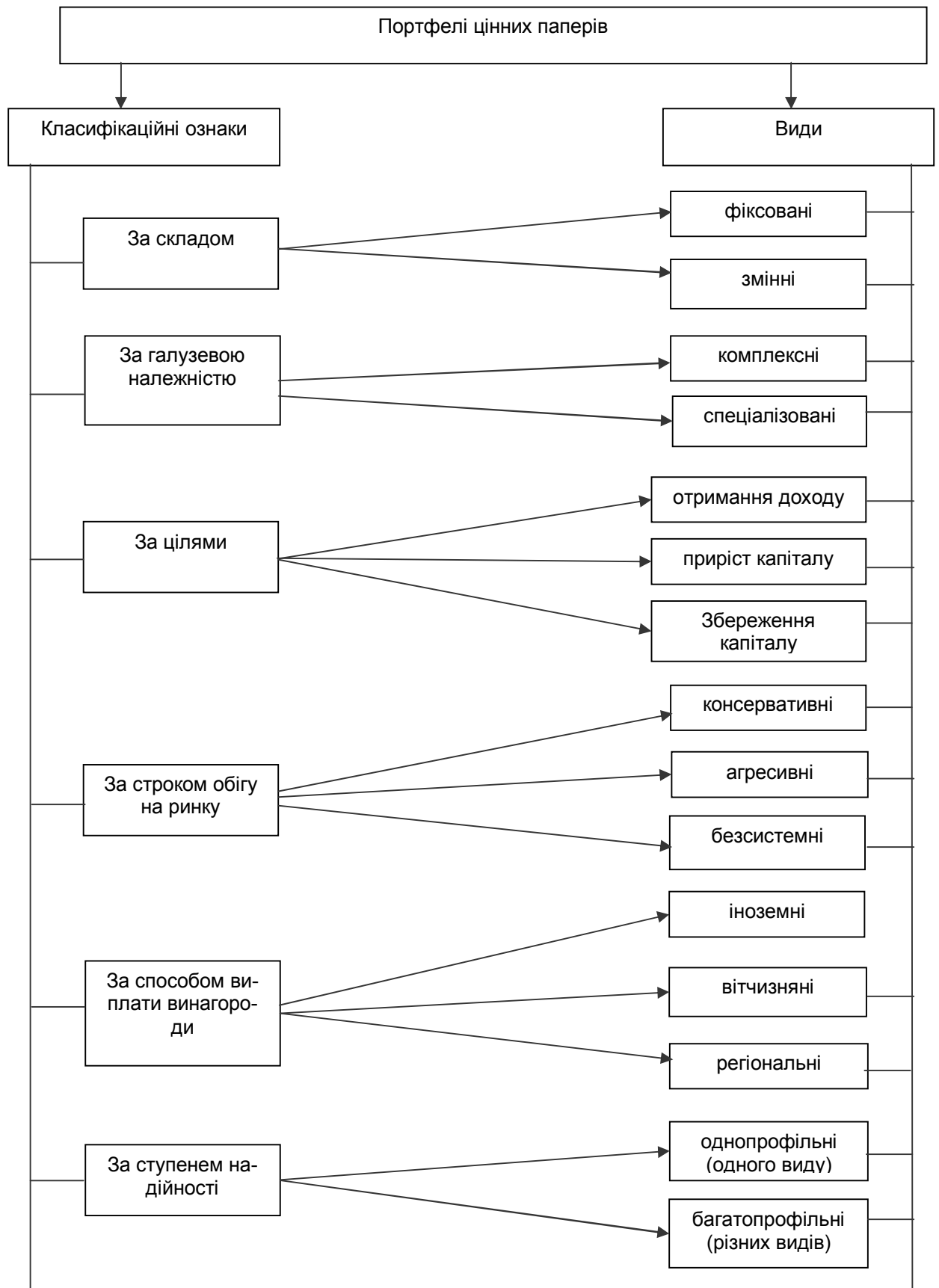


Рис. 2.9. Класифікація портфелів цінних паперів

*Портфель зростання* потребує постійного зіставлення очікуваного зростання капіталу та ризику, що є основою поділу його на різновиди:

- а) *портфель агресивного зростання* — орієнтиром є максимальний приріст капіталу;
- б) *портфель консервативного зростання* — орієнтується на невеликий ризик;
- в) *портфель середнього зростання* — має високу дохідність і середній ступінь ризику;
- ***гарантована дохідність інвестицій*** — формує *інвестиційний портфель*, до якого мають входити як надійні, але менш прибуткові, так і ризикові, але більш дохідні папери різних емітентів, галузей, видів. З метою зменшення ризику інвестування необхідно враховувати різноманітні фактори, найважливішими з яких є дохідність, рівень оподаткування, термін фінансових вкладень. Принцип рівності доходів передбачає, що прибутковість від різних варіантів інвестування повинна бути однаковою, інакше почнеться активна скупка дохідніших активів, що викличе приплив капіталу в одні галузі на шкоду іншим. При виборі стратегії інвестування факторами, що визначають галузеву структуру інвестиційного портфеля, залишаються ризик і дохідність інвестицій. При виборі цінних паперів чинниками, які визначають дохідність інвестицій, є рентабельність виробництва і перспектива зростання обсягу продажу. Інвестиційна привабливість окремого підприємства залежить від показників, що характеризують його фінансовий стан. Інвесторів, у першу чергу, цікавлять показники, що впливають на дохідність капіталу підприємства, курс акцій, рівень дивідендів. Від рівня дохідності залежить, за інших рівних умов, розмір дивідендів за акціями. Це найзагальніший показник, що відповідає на запитання, який прибуток отримує підприємство з розрахунку на 1 грн активів;
  - ***збереження капіталу*** — формує переважно *галузевий диверсифікований портфель*. Інвестори при формуванні такого портфеля для забезпечення його стійкості обмежують розмір вкладень у цінні папери одного емітента, досягаючи таким чином зниження ступеня ризику. Так, при вкладанні коштів у акції промислових компаній здійснюється їх галузева диверсифікація. Взаємні фонди грошового ринку, які працюють із короткостроковими цінними паперами приватних емітентів і держави, проводять диверсифікацію, управляючи змішаним пакетом фінансових активів. Такий пакет містить державні облігації, короткострокові цінні папери муніципалітетів, сертифікати пайової участі інших інвестиційних інститутів. Управління диверсифікованим портфелем потребує проведення постійних операцій із цінними паперами для підтримки якості портфеля і забезпечення зростання його поточної вартості;
  - ***отримання максимального економічного ефекту*** — формує ***фіксовані і змінні портфелі цінних паперів***. *Фіксовані* — зберігають свою структуру протягом встановленого терміну, тривалість якого визначається терміном погашення цінних паперів, що до нього входять. *Змінні (керовані)* портфелі мають динамічну структуру цінних паперів, склад яких постійно оновлюється з метою отримання доходу;
  - ***зниження ступеня ризику*** — в якійсь мірі властива будь-якому типу портфеля. Можливо, більше відношення має до ***спеціалізованих портфелів іноземних і вітчизняних цінних паперів***, так як їх є переважна більшість. *Портфелі іноземних цінних паперів* обмежуються певною конкретною країною або охоплюють регіони (найчастіше країни, що розвиваються), що дає можливість скоротити ймовірність ризику в кожній окремо взятій країні. Такі портфелі дають можливість закордонним інвесторам при порівняно невеликому ризику освоювати нові ринки і за необхідності швидко реалізувати місцеві акції.

Портфелі цінних паперів можуть мати *галузеву і територіальну спеціалізацію*, наприклад, портфель цінних паперів підприємств харчової промисловості, паливно-енергетичного комплексу або металургійних підприємств. Портфелі цінних паперів також можуть бути орієнтовані на залучення до свого складу лише короткострокових або середньострокових і довгострокових цінних паперів. Більшість портфелів цінних паперів є *спеціалізованими*, включаючи переважно один вид цінних паперів: акції, облігації, неемісійні цінні папери тощо. В країнах з розвинутим фінансовим ринком така спеціалізація є прави-

лом, що не можна сказати про Україну, в якій спеціалізація портфельів цінних паперів чітко не виражена через недостатньо розвинений фондовий ринок. У країнах з ринковою економікою переважають портфелі *акцій підприємств, опціонів, іпотечних цінних паперів, облігацій корпорацій, муніципальних паперів тощо.*

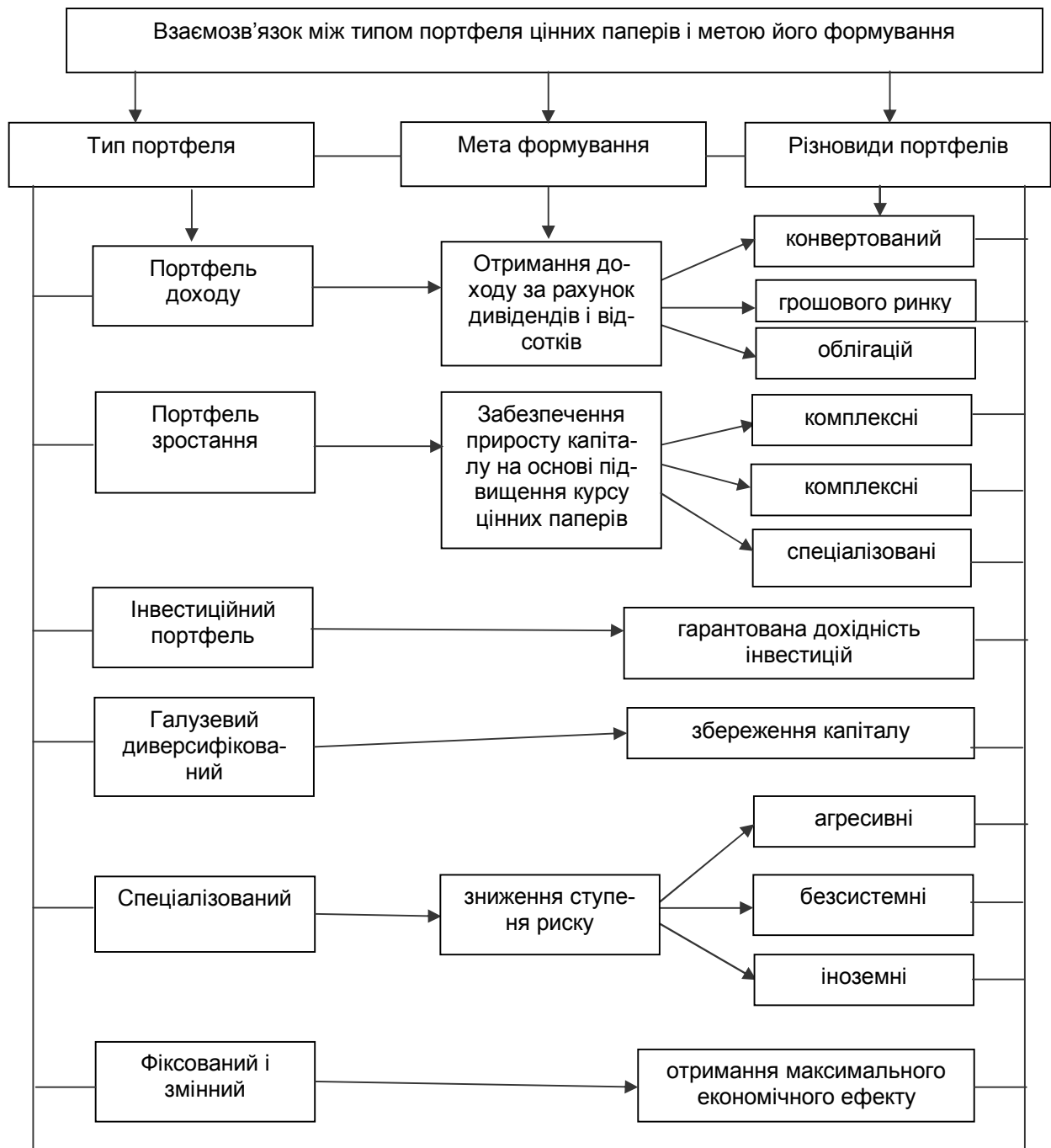


Рис.2.10. Портфелі цінних паперів

Формування типу портфеля за схемою «мета формування — тип портфеля» (рис. 2.10), звичайно, є відносним показником. Така мета як «отримання максимального економічного ефекту» або «зниження ризику» властива для будь-якого типу портфеля. Розглянуті типи портфельів із урахуванням мети є пріоритетними для інвестора, але *головною метою* формування будь-якого портфеля цінних паперів є **досягнення оптимального співвідношення між: ризиком і доходом.**

В Україні через нерозвиненість фондового ринку при формуванні *портфеля цінних*

паперів інвестори переважно ставлять за мету:

- збереження та приріст капіталу;
- придбання цінних паперів, які за умовами обігу можуть замінити готівку;
- розширення сфери впливу, перерозподіл власності, створення холдингових структур;
- доступ через придбання цінних паперів до дефіцитної продукції та послуг, майнових і немайнових прав;
- спекулятивна гра на коливаннях курсів в умовах нерозвинутого ринку цінних паперів;
- похідні цілі, наприклад, страхування від зайвих ризиків та ін.

З часом інвестиційні цілі вкладника змінюються, що веде і до зміни складу портфеля. Проводиться аналіз співвідношення дохідності й ризику паперів, що входять до портфеля, і за результатами приймається рішення щодо продажу якогось із видів цінного папера та придбання у разі необхідності іншого. Всі процеси, що пов'язані із зміною складу портфеля, його аналізом, відносяться до управління портфелем цінних паперів **Управління портфелем цінних паперів** — це операція ринку цінних паперів, яка включає планування, аналіз і регулювання складу портфеля, здійснення діяльності щодо його формування й підтримки з метою досягнення поставлених перед портфелем цілей при збереженні необхідного рівня його ліквідності й мінімізації витрат, пов'язаних з управлінням.

В економічній літературі [33] розглядається дві форми управління портфелем цінних паперів: *активна* й *пасивна*.

**Активна** передбачає постійну роботу з портфелем цінних паперів, яка включає:

- вибір видів цінних паперів;
- визначення термінів придбання їх та продажу;
- проведення ротації (свопінгу) цінних паперів у портфелі;
- проведення заходів, які забезпечують отримання чистого доходу.

Керуючий портфелем (портфельний менеджер) повинен слідкувати за відсотковою ставкою Центрального банку, яка прямо впливає на портфель цінних паперів.

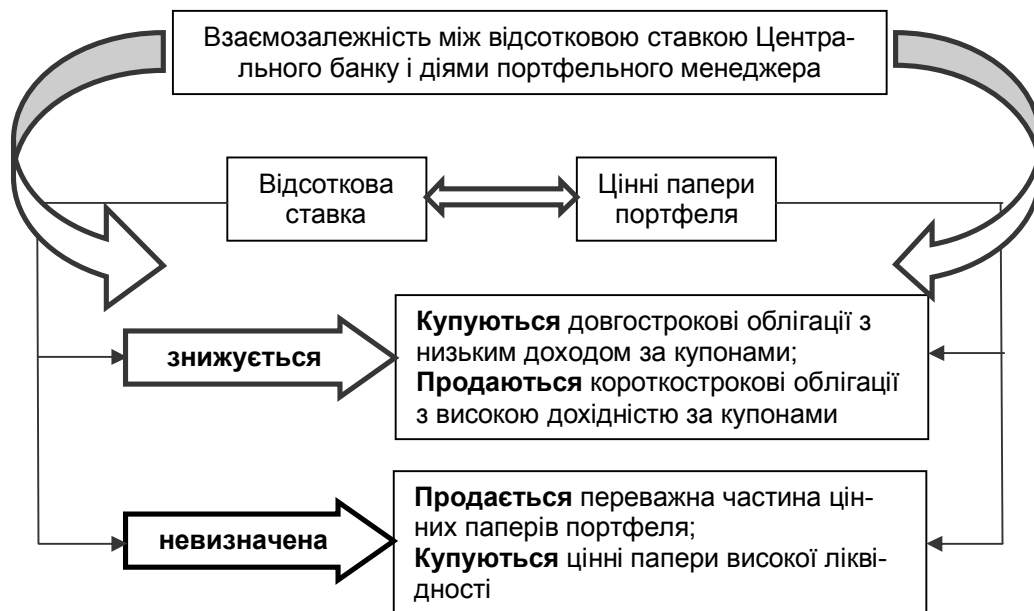


Рис.2.11. Прогнозні показники відсоткової ставки Центрального банку і дії портфельного менеджера

На рис. 2.11 представлений взаємозв'язок між відсотковою ставкою Центрального банку і цінними паперами, які формують портфель. На рисунку розглядається найважливіша властивість портфеля цінних паперів — *ліквідність*, яка означає спроможність швидкого перетворення цінних паперів на кошти. Від ліквідності залежить спроможність інвес-

тиційної компанії або фонду своєчасно виконати свої зобов'язання перед кредиторами та акціонерами.

**Пасивна форма** управління портфелем цінних паперів полягає у складанні диверсифікованого портфеля із завчасно визначеним рівнем ризику і тривалим зберіганням портфеля в незмінному стані. Форма пасивного управління портфелем цінних паперів має свої методи:

- **диверсифікація** — передбачає внесення до складу портфеля різноманітних цінних паперів із різними характеристиками. Структура диверсифікованого портфеля цінних паперів повинна відповідати певним цілям інвесторів. Формувати диверсифікований портфель в умовах вітчизняного фондового ринку дуже складно, що пов'язано з трудністю у пошуку достовірної інформації про властивості цінних паперів, їх емітентів;
- **індексний метод** (метод дзеркального відображення) — побудований на основі певного портфеля цінних паперів, який визнається як еталон. Структура портфеля-еталона характеризується певними індексами, які в процесі управління портфелем беруться за основу (дзеркально повторюються). Застосування даного методу ускладнюється труднощами добору еталонного портфеля;
- **збереження портфеля** — ґрунтується на підтримці структури і збереження рівня загальних характеристик портфеля. Не завжди вдається зберегти незмінною структуру портфеля, оскільки, враховуючи нестабільну ситуацію на українському фондовому ринку, доводиться купувати інші цінні папери.

При великих операціях із цінними паперами може відбутися зміна їх курсу, яка потягне за собою зміну поточної вартості активів. Можлива ситуація, коли сума продажу цінних паперів акціонерам компанії перевищує вартість їх придбання. У цьому разі керуючий повинен продати частину портфеля цінних паперів, щоб здійснити виплати клієнтам, які повертають компанії свої акції. Значні обсяги продажу можуть спричинити зниження курсу цінних паперів компанії, що негативно відбивається на її фінансовому стані.

Разом із постійною зміною структури портфеля цінних паперів змінюється і вартість їх. У результаті виникають додаткові проблеми, пов'язані зі збільшенням або зменшенням капіталу. Якщо має місце чисте перевищення вартості придбання цінних паперів над їх продажем, то з'являється деякий приріст капіталу. Ці кошти доцільно знову вкласти в цінні папери. При цьому необхідно слідкувати за якістю портфеля цінних паперів та його структурою. Висока динамічність розвитку ринку цінних паперів викликає необхідність їх постійної переоцінки з урахуванням поточної вартості портфеля. Якщо цінні папери не котируються і не мають поточного курсу, то оцінка відбувається за номіналом або визначається оціночна вартість. Переоцінка цінних паперів може здійснюватися щотижня або навіть щодня. Ця робота проводиться банком, який має ліцензію на здійснення депозитарної діяльності або портфельним менеджером.

Таким чином, при здійсненні інвестиційної стратегії на ринку цінних паперів можна орієнтуватися на різні цільові напрями: на отримання більш або менш високого і стабільного поточного доходу або дивідендів чи на зростання вартості цінних паперів, тобто на збільшення вкладеного капіталу.

У сучасних умовах застосовуються методичні підходи до аналізу й оцінки цінних паперів — це *підхід, заснований на фундаментальному аналізі* і *підхід, заснований на технічному аналізі*.

Цінні папери існують як особливий товар, що повинен мати свій ринок із властивою йому організацією і правилами роботи на ньому. Однак товар, що продається на цьому ринку, є товаром особливого роду, оскільки цінні папери — це лише титул власності, документи, що дають право на дохід. Вітчизняний ринок цінних паперів став потужним механізмом у розподілі, перерозподілі та мобілізації фінансових ресурсів для динамічного розвитку економіки. Ринок цінних паперів є одним із небагатьох можливих фінансових

каналів, якими заощадження перепливають в інвестиції, водночас такий ринок надає інвесторам можливість зберігати і збільшувати свої заощадження. Механізм функціонування ринку цінних паперів регламентується чинним законодавством, має свої особливості, пов'язані з конкретною структурою обігу цінних паперів, діловою активністю учасників ринку, загальним станом економіки. Ринок має враховувати специфіку і природу окремих цінних паперів як фінансових інструментів. Роль цінних паперів у фінансово-економічній ситуації, яка склалася в Україні, надзвичайно велика. Конкретна ефективність і роль цінних паперів в економіці України залежить від забезпечення досягнення таких цілей:

- створення механізму інвестування, на основі якого залучати вітчизняний та іноземний капітал в економіку;
- сприяння приватизації, формуванню інституту власників і менеджерів, здатних найефективніше розпоряджатися власністю АТ;
- узгодження майнових державних, інституційних та індивідуальних інтересів у процесі обігу цінних паперів;
- сприяння виникненню господарських інститутів, які відповідають новим економічним відносинам щодо купівлі-продажу цінних паперів;
- розвиток вторинного ринку цінних паперів і залучення населення до операцій з цінними паперами;
- сприяння розвитку самоуправління за допомогою випуску муніципальних облігацій;
- співпраця з міжнародними організаціями, які регулюють обіг цінних паперів, захищають інтереси інвесторів на світовому фінансовому ринку та ін.

Разом з цим обіг цінних паперів пов'язаний і з негативними рисами, зокрема: інформаційна недостатність, обмеженість прав акціонерів, ігнорування деяких законодавчих вимог, недостатнє державне регулювання обігу цінних паперів, психологічна невідповідність населення до операцій з цінними паперами тощо. На сучасному етапі розвитку обігу цінних паперів необхідно:

- обмежити ризики інвесторів;
- включити у процес котирування всі зацікавлені сторони;
- запобігти можливості монопольного встановлення цін на фінансові активи;
- формувати довіру у населення до цінних паперів;
- поширювати інформацію про емітентів, їх цінні папери.

Перелічені заходи направлені на формування стабільності ринку, яка сприяє залученню іноземних інвестицій, зміцнює довіру населення до цінних паперів, а наявність єдиного центру котирування створює умови для здорової конкуренції торгівців цінними паперами з одночасним збереженням гарантій для інвесторів та емітентів.

### **3. ФОНДОВА БІРЖА ТА БІРЖОВІ ОПЕРАЦІЇ**

1. Сутність фондової біржі, її види та функції.
2. Правила фондової біржі.
3. Сутність біржового ринку.
4. Біржові фондові індекси.
5. Рейтинги фондового ринку

#### **3.1. Сутність фондової біржі, її види та функції**

Біржа — це некомерційна ринкова структура, або частка організованого, регулярно діючого ринку товарів і послуг, у рамках якого здійснюється ряд операцій (перерозподіл капіталу, товарів та інших цінностей). Найбільш поширеними біржами є товарні, фондові, валютні, праці та інші.

*Фондові біржі* — це спеціалізовані установи, які створюють умови для постійно

діючої централізованої торгівлі цінними паперами шляхом об'єднання попиту, пропозицій на них, надання місця, системи і засобів як для первинного розміщення, так і для вторинного обігу цінних паперів. Вони мають працювати за єдиними правилами та за єдиною технологією електронного обігу цінних паперів, визначеними Національною фондовою біржею.

В історичному значенні поняття «фондова біржа» трактувалось по-різному. На перших порах фондовими біржами називали спеціальні місця, де збиралися продавці та покупці цінних паперів і здійснювалися угоди щодо їх купівлі-продажу. Таке місце було вигідним для обох сторін, так як передбачало можливість знайти партнерів по угоді. Надалі фондові біржі стали перетворюватися в заклади, що спеціалізувалися на наданні послуг і матеріальному забезпеченні торгівлі цінними паперами. Угоди купівлі-продажу стали укладатися в конкретні дати і час, стали більш чітко визначатися коло учасників біржової торгівлі та перелік цінних паперів, щодо яких укладалися угоди.

Першою функцією фондових бірж була функція впорядкування процесу біржової торгівлі цінними паперами. Фондові біржі стали перетворюватися в інститути, які регулюють порядок допуску цінних паперів до котирування на біржі, до участі в торгах, укладання та виконання угод. Комп'ютеризація біржової торгівлі зробила фондові біржі ще більш досконалим інструментом регулювання ринку цінних паперів, із закладів біржі перетворилися у складні, організаційно оформлені, добре оснащені комп'ютерними засобами системи торгівлі цінними паперами. Еволюційний розвиток фондових бірж представлено схематично на рис. 3.1

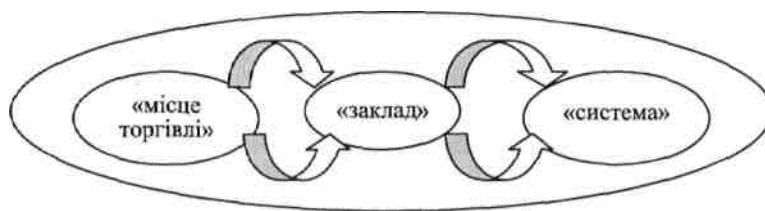


Рис. 3.1. Еволюційний розвиток фондових бірж

Якщо прослідкувати розвиток фондових бірж, можна виділити декілька етапів її розвитку й удосконалення:

- 1) зміна способів торгівлі цінними паперами, наприклад, доповнення традиційних аукціонів «з голосу» електронними торгами;
- 2) укладення угод з цінними паперами, що котирувалися на біржі, за її межами (такі випадки характерні для Паризької і Копенгагенської фондових бірж);
- 3) здійснення кількох котировок цінних паперів із урахуванням різних режимів допуску їх до обігу — оцінки якості, надійності та перспективності цінних паперів;
- 4) зростання ролі інформаційних чинників, що забезпечило рівні можливості доступу учасників біржової торгівлі до інформації;
- 5) зростання значення моральних чинників: добросовісність, порядність, чесність, доброзичливість тощо.

Становлення бірж розпочалося з кінця XV — початку XVI ст. у великих містах Європи, прообразом яких стали збори купців на міських площах перед прилавками міняйл. На біржових зборах у Венеції та Флоренції здійснювалась торгівля облигаціями державних позик, на Лейпцизьких ярмарках продавалися частки (акції) рудників, у Генуї існував ринок векселів. Проводилась торгівля векселями також у місті Брюгге (Нідерланди) на майдані біля будинку знатного міняйла та маклерів Ван де Бурге. Герб на будинку цього міняйла складався з трьох гаманців. Звідси, як вважають деякі дослідники, і отримала свою назву «біржа» (пізньолатинська bursa — гаманець).

У таблиці 3.1 надається історія розвитку фондових бірж.



Таблиця 3.1 Історія розвитку фондових бірж

Назва біржі	Рік заснування	Характерні ознаки
Антверпенська	1531	перша біржа міжнародного рівня; перші операції з цінними паперами; на початку створення була товарною і вексельною одночасно; переважала робота з вексями і позиковим капіталом, в основному державними борговими зобов'язаннями; незначна частина угод укладалася за зразками товару, який мав згодом надійти
Амстердамська	1608	довгий час залишалась найважливішою біржею світу, головним носієм прогресу в галузі біржової торгівлі; першою ввела в обіг акції; велася торгівля облігаціями позик Голландії, Англії, Португалії, Іспанії, Індії; у XVIII ст. котирувались цінні папери 44 найменувань, серед яких поширеними були акції та облігації державних позик; мала і зберегла до наших днів характер універсальної біржі — фондової, товарної, валютної одночасно; на сьогодні є приватною установою, що об'єднує банки та маклерські контори; іноземні акції становлять більше як половину біржового обороту
Лондонська	1770	на початку створення визначальної ролі у житті держави не відіграла, велась торгівля акціями і борговими зобов'язаннями; наприкінці XVIII — поч. XIX ст. працює із значною кількістю великих державних позик; наприкінці XIX ст. основне місце посіли операції з акціями; на сьогодні переважно емітуються іменні цінні папери — акції та облігації, обслуговує найбільший в Європі ринок акцій, є великим міжнародним фінансовим центром, статус міжнародної отримала у 1986 р.
Нью-Йоркська	1792	одна із найбільших і найстаріших бірж світу; з 1817 року існує як діловий клуб, за членство в якому необхідно платити (вартість брокерського місця — 0,5 млн дол США); на поч. XX ст. для підприємців є основним місцем зосередження коштів; на сьогодні протягом дня купується і продається близько 100 млн акцій
Петербурзька	1703	першими цінними паперами, що котирувались, були іноземні векселі та облігації державних позик; з 1827 р. почали котируватись акції; значну роль в економічному житті країни почала відігравати у XIX ст.; стабільна робота із щоденним котируванням цінних паперів почалась після затвердження її статуту у 1870 р.; у 1900 р. після створення фондового відділу стала єдиною централізованою фондовою біржею, що отримала право здійснювати котировку цінних паперів у масштабах всієї імперії
Київська	1869	проводились операції з державними цінними паперами, акціями цукрових заводів, облігаціями приватних підприємств, вексями, заставними листами, золотом, сріблом; постійно котирувались цінні папери міських кредитно-фінансових закладів, місцевих машинобудівних і чавуноплавильних заводів; у 1907-1908 р. виникли специфічні цінні папери, пов'язані з правами на вивіз цукру, які мали риси строкових угод; останні контракти укладались у 1916-1917 р.

В сучасних умовах слова «фондова біржа» та похідні від них дозволяється викори-

стовувати лише юридичним особам, які створені та функціонують відповідно до законодавства.

**Фондова біржа** — це організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому створюються сприятливі умови для вільної купівлі-продажу цінних паперів за ринковими цінами на регулярній та впорядкованій основі. За своїм правовим статусом фондові біржі можуть бути асоціаціями, акціонерними товариствами або установами, що підпорядковуються державі. На сьогодні біржі поділяють залежно від правового статусу і стану розвитку.

**За правовим статусом** у світі виділяють три **типи фондових бірж**:

<i>публічно-правова організація</i>	- це фондова біржа, що перебуває під постійним державним контролем. Переважає у Німеччині і Франції, де держава бере участь у розробці Правил біржової торгівлі, контролює їх виконання, забезпечує підтримку правопорядку на біржі під час проведення торгів, призначає біржових маклерів тощо;
<i>приватні фондові біржі</i>	- приватні компанії, що створюються у формі акціонерних товариств і є абсолютно самостійними в організації біржової торгівлі. Всі угоди на таких біржах укладаються відповідно до чинного в країні законодавства. Держава не дає ніяких гарантій і не бере на себе ніякої відповідальності по забезпеченню стабільності біржової торгівлі та зниженню ризику торговельних угод. Такий тип поширений в Англії і США;
<i>змішані фондові біржі</i>	- створюються як акціонерні товариства, але при цьому не менше 50 % їх капіталу належить державі. Керівництво такими біржами здійснюється на виборній основі, але нагляд за біржовою діяльністю здійснюється біржовим комісаром, який проводить офіційну реєстрацію біржових курсів. Цей тип бірж характерний для Австрії, Швеції та Швейцарії.

**За станом розвитку** у світовій практиці виділяють біржі:

<i>найбільш розвинені</i>	посідають провідне місце серед усіх бірж за торговим оборотом цінних паперів і застосовують 100 %-і комп'ютерні засоби. До цієї групи відносять Нью-Йоркську, Паризьку, Лондонську, Франкфуртську, Копенгагенську біржі;
<i>розвинені</i>	характеризуються високим оборотом цінних паперів, мають довгу історію, досягли високого рівня розвитку (Амстердамська, Американська, Австралійська, Міланська);
<i>перспективні</i>	це ті, що розвиваються і створені кілька десятиліть тому, але ще не досягли належного рівня торговельних оборотів, характерних для розвинених бірж. В їх обігу переважають цінні папери місцевого значення (Сеульська, Гонконгівська, Сингапурська, Бангкокська);
<i>новостворені</i>	основною формою торгівлі є аукціони, які проводяться в операційній залі біржі. З'явилися кілька років тому (Українська, Польська, Чеська).

Окрім цієї класифікації, фондові біржі умовно поділяють також на «банківські» і «брокерські». У фондових бірж «банківського» типу (Німеччина, Франція) найважливішими суб'єктами біржової торгівлі цінними паперами є банки. «Брокерський» тип фондових бірж характерний для США; на таких біржах торгівлею цінними паперами займаються

лише брокери, а комерційним банкам «вхід» на біржу заборонено. В Україні під час створення першої фондової біржі існувала розвинута система комерційних банків, інших же різновидів інвестиційних посередників і мережі брокерських контор ще не було. Тому саме комерційні банки взяли участь у створенні першої Української фондової біржі. У день реєстрації УФБ із 29 засновників 21 були комерційні банки.

У розвитку фондових бірж виділяють *біржові системи*:

- **моноцентричні** — головну роль виконує одна біржа, що знаходиться у фінансовому центрі країни, інші фондові біржі мають місцеве значення. Такі системи характерні для Англії, Японії, Франції. Наприклад, в Англії Лондонську біржу називають Міжнародною фондовою біржею, оскільки вона виконує функції не тільки фондової біржі Великобританії, але й Ірландії. На ній котируються не тільки цінні папери, емітовані резидентами, а й значна кількість іноземних цінних паперів і фінансові інструменти євrorинку;
- **поліцентричні** — крім головної фондової біржі, можуть функціонувати поряд ще кілька великих бірж (мають місце у Німеччині, Канаді, Австралії).

У США розвиток біржової торгівлі характеризується своєю біржовою системою, яку не можна визнати ні моноцентричною, ні поліцентричною. Ведучою є Нью-Йоркська фондова біржа, але поряд існують регіональні фондові біржі, які зберегли самостійність і стабільно функціонують у межах загальнодержавної біржової системи.

На вітчизняному фондовому ринку фондова біржа утворюється та діє в організаційно-правовій формі товариства (крім повного, командитного товариства і товариства з додатковою відповідальністю) або дочірнього підприємства об'єднання торгівців цінними паперами, та провадить свою діяльність відповідно до Цивільного кодексу України, законів, що регулюють питання утворення, діяльності та припинення юридичних осіб.

Основні вимоги до фондової біржі представлені на рис.3.2.

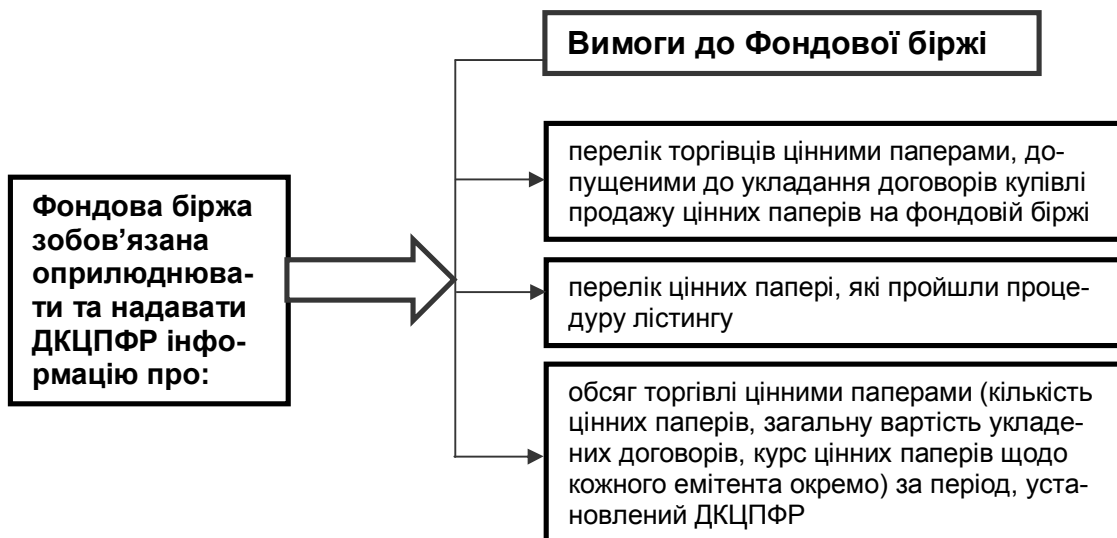


Рис. 3.2. Основні вимоги до фондової біржі

**Фондові біржі** — це некомерційні організації, які створюються без цілі формування прибутку і займаються виключно організацією та укладанням угод купівлі і продажу цінних паперів і їх похідних. Прибуток фондової біржі спрямовується на її розвиток і не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками). Фондова біржа не може здійснювати операцій з цінними паперами від свого імені та за дорученням клієнтів, а також виконувати функції депозитарію. Фінансова діяльність фондової біржі може здійснюватись за рахунок продажу її акцій, щорічних членських внесків членів біржі та біржових зборів з кожної угоди, що укладається на біржі.

На фондових біржах здійснюється переважно торгівля акціями, торгівля похідними цінними паперами зосереджується на спеціалізованих біржах із торгівлі ф'ючерсними та опціонними контрактами. Торгівля облигаціями на фондових біржах порівняно невелика за обсягами, оскільки переважна більшість облигацій перебуває в обігу на позабіржовому ринку.

Фондова біржа утворюється не менше ніж 20 засновниками — торгівцями цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, або їх об'єднання, що налічує не менше ніж 20 торгівців цінними паперами. Частка одного торгівця цінними паперами не може бути більшою ніж 5 відсотків статутного капіталу фондової біржі. Діяльність фондової біржі як організатора торгівлі тимчасово зупиняється ДКЦПФР в разі, коли кількість її членів стала менше ніж 20. Якщо протягом шести місяців прийняття нових членів не відбулося, діяльність фондової біржі припиняється [20].

Членами фондової біржі можуть бути виключно торгівці цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку та взяли на себе зобов'язання виконувати всі правила, положення і стандарти фондової біржі. Кожний член фондової біржі має рівні права щодо організації діяльності фондової біржі як організатора торгівлі.

Функціонування фондової біржі передбачає розробку основних засад розвитку біржі, її функцій, правил, статуту тощо. Основні засади функціонування фондової біржі представлені на рис. 3.3

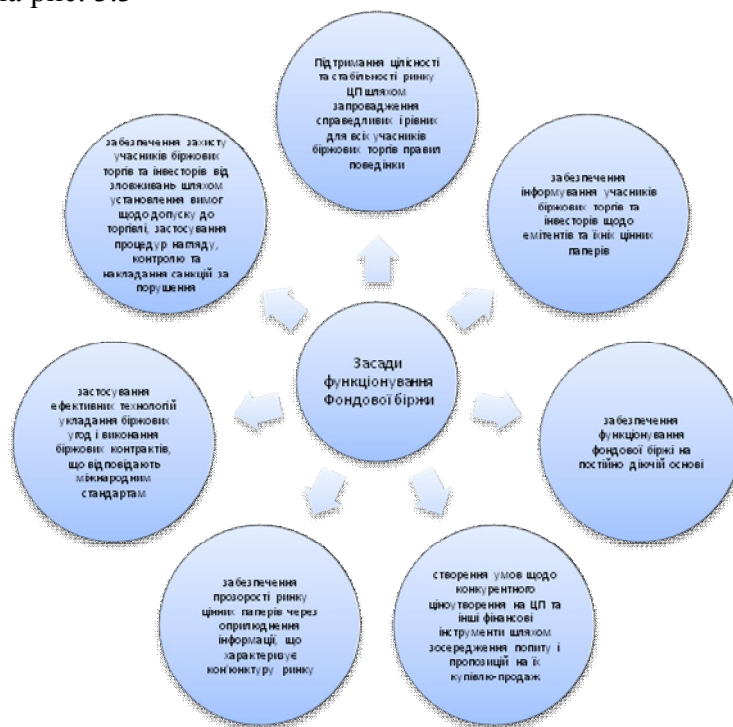


Рис. 3.3. Основні засади функціонування фондової біржі

В економічній літературі виділяють загальні функції фондових бірж і конкретні. Останні, як правило, визначають у статуті біржі, Положенні про функціонування фондових бірж, а також у Законах і можна представити у вигляді, таб.3.1.

Таб.3.1. Функціональні особливості бірж

Функції біржі	Характеристика
Загальні	<i>визначення ринкової ціни (цінова)</i> — це одна з найважливіших функцій біржі, оскільки ціни на цінні папери, що

	<p>встановлюються на біржі, суттєво впливають на ціни інших активів, які є в обігу. Крім виявлення та встановлення ціни, частиною ціноутворювальної функції біржі є також <i>стабілізація та прогноз цін</i> на біржовому ринку, які передбачають встановлення допустимих змін цін на біржові активи. Цьому також сприяє діяльність співробітників біржі, які ведуть торги окремими видами цінних паперів і здійснюють у разі потреби купівлю-продаж цінних паперів від свого імені;</p> <p><b>прогнозна функцію</b> — більше властива для спеціалізованих бірж, на яких здійснюється торгівля строковими контрактами, оскільки ціни на ринку строкових угод мають суттєвий вплив на формування поточних ринкових цін;</p> <p><b>організаційна</b> — передбачає гарантування виконання умов біржових угод; розробку системи розрахунків за укладеними на біржі угодами; організацію біржових зборів для проведення гласних публічних торгів тощо;</p> <p><b>інформаційна</b> — забезпечує учасників ринку оперативною та аналітичною інформацією про стан і тенденції розвитку фондового ринку;</p> <p><b>регулювальна</b> — забезпечує встановлення правил торгівлі, здійснення біржового арбітражу, порядку вирішення спірних питань між учасниками, встановлення пріоритетів, органів контролю, управління та інші.</p>
<p><i>Конкретні</i></p>	<p>установлення правил проведення біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами;</p> <p>організація та проведення регулярних біржових торгів;</p> <p>організаційне, технологічне та технічне забезпечення проведення біржових торгів;</p> <p>установлення процедур лістингу та делістингу, допуску до торгівлі на фондовій біржі;</p> <p>ведення переліку учасників торгів, фіксація оголошених заявок, укладених біржових угод та контроль за виконанням біржових контрактів;</p> <p>ведення переліку цінних паперів та інших фінансових інструментів, унесених до біржового списку;</p> <p>обмін інформацією з депозитарними та розрахунково-кліринговими установами для забезпечення виконання біржових контрактів;</p> <p>зберігання документів щодо укладення біржових угод і виконання біржових контрактів в депозитарній системі;</p> <p>здійснення діяльності з проведення клірингу та розрахунків за договорами щодо похідних (деривативів), які укладаються на організаторі торгівлі;</p> <p>здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правил фондової біржі;</p> <p>відповідне реагування на виявлені порушення правил фондової біржі та законодавства про цінні папери;</p> <p>здійснення фінансового моніторингу згідно з вимогами законодавства;</p>

	надання інформаційних послуг щодо організації торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами;
	оприлюднення інформації відповідно до законодавства України.

Для реалізації своїх функцій біржа повинна мати приміщення, комп'ютерні мережі, інше матеріально-технічне забезпечення, підготовлений персонал. Крім того, мають бути розроблені правила біржової торгівлі та кваліфікаційні вимоги до учасників торгів.

Фондова біржа набуває статусу юридичної особи з моменту державної реєстрації, яка здійснюється в порядку, встановленому Законом України «Про державну реєстрацію юридичних осіб і фізичних осіб — підприємців». Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку фондова біржа здійснює на підставі ліцензії, що видається ДКЦПФР у встановленому порядку. *Статут* фондової біржі затверджується її вищим органом — зборами акціонерів. У *статуті* фондової біржі (ФБ) зазначаються найменування і місцезнаходження ФБ, порядок управління і формування її органів та їх компетенція, мета діяльності, підстави та порядок припинення діяльності ФБ, розподілу майна ФБ у разі її ліквідації.

### 3.2. Правила фондової біржі

Діяльність фондової біржі, крім її принципів, функцій, напрямів розвитку, регулюється **Правилами фондової біржі**, які разом із змінами до них затверджуються біржовою радою та реєструються ДКЦПФР і є дійсними тільки після їх реєстрації. Правила ФБ можуть міститися в одному документі або складатися з окремих документів ФБ, але основними законодавчими актами, які затверджують Правила ФБ, є Закон [20] і Положення [5].

На рис. 3.4 представлені суб'єкти фінансового ринку, для яких *правила ФБ* є обов'язковими для виконання.



Рис. 3.4. Суб'єкти, для яких правила фондової біржі є обов'язковими для виконання

*Членом фондової біржі є:*

а) *маркет-мейкер*, який згідно з правилами ФБ зобов'язується підтримувати ліквідність ринку відповідних цінних паперів та інших фінансових інструментів, що допущені до біржових торгів;

б) *учасник біржових торгів* — члени ФБ, державні органи та інші особи, які згідно з правилами ФБ отримали право оголошувати заявки та укладати біржові угоди;

в) *уповноважений представник учасника біржових торгів* - фізична особа, яка від імені учасника торгів оголошує заявки та укладає біржові угоди.

ФБ веде перелік своїх членів, учасників торгів та їх уповноважених представників. *Перелік членів ФБ* повинен передбачати їх найменування та код за ЄДРПОУ; місцезнаходження, номер телефону, факсу; номер, дату видачі та строк дії ліцензії торговця цінними паперами; дату набуття статусу члена ФБ тощо. Відповідні вимоги висуваються і до *переліку уповноважених представників* учасників біржових торгів, який повинен передбачати щонайменше такі дані: назву представника, найменування члена ФБ або учасника біржових торгів, якого він представляє; найменування та дату видачі документа, який дає право укладати біржові угоди; строк повноважень представника тощо.

Всі члени ФБ пов'язані із її основною діяльністю — проведенням *біржових торгів* — організованого укладання на біржі угод щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів. Для проведення біржових торгів ФБ визначає робочий день, який називається *торговельним*. Період часу торговельного дня, протягом якого на ФБ здійснюється укладання біржових угод, називається *торговельною сесією*.

*Біржова угода* — це зафіксоване ФБ одночасне прийняття учасниками біржових торгів прав і зобов'язань за відповідними фінансовими інструментами щодо їх купівлі-продажу. Біржову угоду, яка відповідає правилам ФБ, називають *стандартною*, і *нестандартною*, яка не відповідає таким правилам. Для укладання біржових угод ФБ використовує *електронну торговельну систему* — сукупність організаційних, технологічних і технічних засобів, що забезпечують укладання біржових угод і виконання біржових контрактів за фінансовими інструментами. З укладанням біржових угод пов'язана значна кількість документів, показників, процедур, які виконують певні функції і без яких неможливо укласти угоду. На рис. 3.5 представлено перелік основних фінансових інструментів, що мають відношення до укладання біржової угоди.

Всі суб'єкти обов'язкового виконання прав фондової біржі мають справу із заявкою, біржовим реєстром, біржовим списком, лістинговими і позалістинговими цінними паперами та іншими фінансовими інструментами.

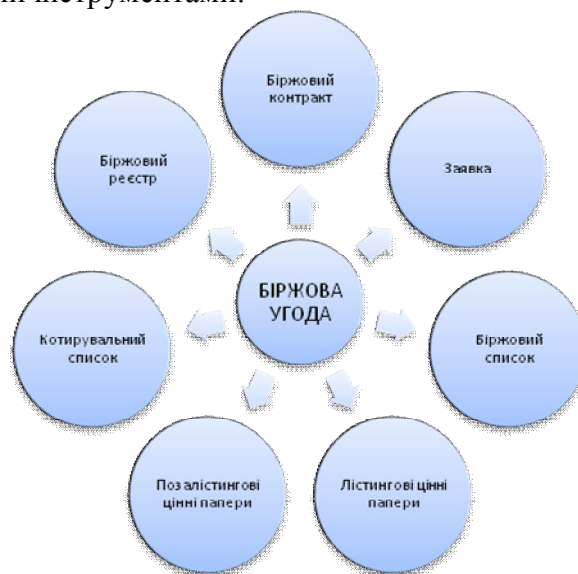


Рис. 3.5. Супутні біржової угоди

*Заявка* — це подана учасником біржових торгів згідно з правилами ФБ пропозиція на купівлю-продаж: цінних паперів та інших фінансових інструментів, яка містить умови угоди. Зареєстрована фондовою біржею заявка учасника біржових торгів є згодою цього учасника укласти біржову угоду та **виконати біржовий контракт** — договір про виконання біржової угоди за відповідними фінансовими інструментами.

*Біржовий список* — це документ ФБ, який містить інформацію щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, які в конкретний момент часу на відповідну дату допущені до торгівлі на ФБ за категорією лістингових або позалістингових цінних па-

перів та інших фінансових інструментів. Складовою біржового списку є **біржовий реєстр**, який містить інформацію щодо лістингових цінних паперів.

**Котирувальний список** — це складова біржового реєстру, який містить інформацію щодо цінних паперів відповідного рівня лістингу.

**Лістинговими цінними паперами** називають такі, що пройшли процедуру лістингу на ФБ, внесені до біржового реєстру згідно з вимогами відповідного рівня лістингу. Цінні папери, які допущені до торгівлі на ФБ без унесення до біржового реєстру, називають **позалістинговими**.

**Показники**, що пов'язані з укладанням біржових угод, представлені на рис. 3.6.



Рис. 3.6. Показники укладання біржових угод

Основними **процедурами**, що пов'язані із укладанням біржових угод, є:

- **допуск до торгівлі** — сукупність процедур щодо внесення цінних паперів та інших фінансових інструментів до біржового списку;
- **призупинення торгівлі** — процедура, що призводить до заборони протягом певного строку оголошувати заявки, укласти біржові угоди та виконувати біржові контракти щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів;
- **припинення торгівлі** — процедура виключення цінного папера або іншого фінансового інструмента із біржового списку;
- **маніпулювання** — дії учасників біржових торгів, направлені на створення оманливої уяви активної торгівлі або надання недостовірної інформації про цінні папери та їх ціни, емітента для підняття або зниження цін з метою спонукання інших учасників торгів до купівлі-продажу цінних паперів за цінами, які не відповідають їхнім ринковим значенням.

Всі визначені фінансові інструменти, показники, процедури щодо укладання біржових угод здійснюються відповідно до **Правил фондової біржі**, які складаються з 8 порядків, кожний із яких регулюється своїми правилами.

**Основні порядки Правил фондової біржі:**

1. Організація та проведення біржових торгів.
2. Лістинг і делістинг цінних паперів.
3. Допуск членів ФБ та інших осіб до біржових торгів.



4. Котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу.
5. Розкриття інформації про діяльність ФБ та її оприлюднення.
6. Розв'язання спорів між членами ФБ та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством.
7. Здійснення контролю за дотриманням членами ФБ та іншими особами, які мають право брати участь у торгах, правил ФБ.
8. Накладення санкцій за порушення правил ФБ.

Зупинимося на кожному порядку Правил ФБ окремо.

**1. Організація та проведення біржових торгів** — це сукупність умов, процедур, вимог, які забезпечують проведення регулярних біржових торгів.

Регулярні біржові торги здійснюються на ФБ кожного торговельного дня, який є робочим згідно із законодавством України і який не може починатися пізніше 10-00 години і закінчуватися раніше 16-00 години за київським часом. Протягом торговельного дня може відбуватися кілька торгових сесій. Щодо порядку організації та проведення біржових торгів розроблені *конкретні правила ФБ*, які визначають вимоги, процедури і порядки.

**Вимоги:**

- до учасників біржових торгів і
- до уповноважених представників учасників біржових торгів, їх права й обов'язки.

**Процедури:**

- проведення біржових торгів;
- укладання біржових угод, включаючи процедуру подання заявок;
- використання електронної торгової системи (у разі наявності) та процедуру доступу учасників біржових торгів до користування цією системою;
- формування переліку заявок учасників біржових торгів, який повинен містити щонайменше такі дані: номер заявки, її умови, дату та час реєстрації; найменування учасника торгів, який оголосив заявку;
- формування переліку укладених біржових угод, який повинен містити дані щодо реєстраційного номера угоди, дати і часу її фіксації; реквізитів цінного папера щодо якого було укладено угоду та ін.;
- оформлення та обліку документів, які використовуються при укладанні біржової угоди та виконанні біржових контрактів;
- запобігання маніпулюванню та укладанню нестандартних біржових угод;
- що застосовуються ФБ у разі виникнення в ході торговельної сесії надзвичайних ситуацій, включаючи їх опис.

**Порядки:**

- прийняття рішень про призупинення, припинення та поновлення торгівлі;
- призупинення та припинення торгівлі за рішенням уповноважених державних органів;
- допуску до торгівлі на ФБ без внесення до біржового реєстру;
- здійснення діяльності маркет-мейкера.

Порядки організації та проведення біржових торгів на первинному та вторинному ринках встановлюються окремо. Допуск фінансових інструментів до торгівлі на ФБ здійснюється шляхом їх *внесення до біржового списку* в процесі їх відкритого (публічного) розміщення. Біржовий список включає дані про емітента; вид цінного папера, його кількість, номінальну вартість, дату внесення до біржового списку та ін. Допуск до торгівлі *без внесення до біржового реєстру* може здійснюватися за ініціативою емітента, ФБ і її членів, компанії з управління активами, іншої особи, у тому числі державного органу, які мають право брати участь у біржових торгах відповідно до правил ФБ. Якщо емітент припинив свою діяльність або не відповідають вимогам правил ФБ цінні папери чи недобросовісною визнана емісія та в інших випадках ФБ припиняє торгівлю.

## **2. Лістинг та делістинг цінних паперів на ФБ**

**Лістинг** — це сукупність процедур з включення цінних паперів до реєстру організатора торгівлі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам і вимогам, установленим у правилах організатора торгівлі.

**Делістинг** — це вилучення цінних паперів (після перевірки їх на забезпеченість активами) з торгівлі на фондовій біржі.

Цінні папери, які пройшли процедуру лістингу, за ініціативи емітента заносяться до біржового реєстру до відповідного котирувального списку за першим або другим рівнем лістингу. Якщо цінні папери не відповідають вимогам лістингу, вони заносяться до біржового списку як позалістингові цінні папери. В таблиці 11.2 надані вимоги до цінних паперів котирувального списку першого і другого рівня лістингу ФБ.

Фондова біржа може встановлювати додаткові вимоги для внесення та перебування цінних паперів у біржовому реєстрі. На одній ФБ цінний папір одного виду одного емітента може перебувати лише в одному рівні лістингу.

**3. Допуск членів фондової біржі та інших осіб, визначених законодавством, до біржових торгів.** У біржових торгах можуть брати участь лише уповноважені представники учасників торгів, які мають сертифікат фахівця з торгівлі цінними паперами, отриманий у встановленому законодавством порядку.

Правилами ФБ визначаються:

- права та обов'язки члена ФБ і

**порядки:**

- набуття та припинення статусу члена ФБ;
- ведення переліку членів ФБ, учасників біржових торгів та їх уповноважених представників;
- реєстрації уповноважених представників учасників біржових торгів;
- надання інформації членами ФБ та учасниками біржових торгів.

Таблиця 3.2. Вимоги до внесення та перебування цінних паперів (ЦП) у котирувальному списку першого рівня лістингу

Показник	Для акцій	Для облігацій підприємств	Для облігацій місцевих позик	Для ЦП ІСІ
Емітент чи ІСІ існує не менше	3-х років	3-х років		3-х років
Вартість чистих активів емітента чи ІСІ складає не менше	100 млн грн	100 млн грн		на останню звітну дату не менше 20 млн грн
Річний дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік становить не менше	100 млн грн			

В емітента відсутні збитки	за підсумками 2-х фінансових років з останніх 3-х	за підсумками 2-х фінансових років з останніх 3-х		
Ринкова капіталізація емітента складає не менше	100 млн грн	номінальна вартість серії випуску облігацій не менше 10 млн грн	номінальна вартість серії випуску облігацій не менше 25 млн грн	
Кожен з останніх 6 місяців з ЦП укладалось не менше — біржових угод виконувалось не менше — біржових контрактів	10  10	5  5		
Середньомісячна вартість біржових угод з ЦП протягом останніх 6 місяців складає не менше	1 млн грн	500 тис. грн	400 тис. грн	100 тис. грн
Загальна кількість акціонерів емітента становить не менше	500 осіб			

Таблиця 3.3. Вимоги до внесення та перебування цінних паперів (ЦП) у котирувальному списку другого рівня лістингу

Показник	Для акцій	Для облігацій підприємств	Для облігацій місцевих позик	Для ЦП ІСІ
Емітент чи ІСІ існує не менше	1 року	1 року		1 року
Вартість чистих активів емітента чи ІСІ складає не менше	50 млн грн	10 млн грн		10 млн грн

Річний дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік становить не менше	50 млн грн			
В емітента відсутні збитки	за підсумками останнього фінансового року	за підсумками останнього фінансового року		
Ринкова капіталізація емітента складає не менше	50 млн грн	номінальна вартість серії випуску облігацій не менше 5 млн грн	номінальна вартість серії випуску облігацій не менше 10 млн грн	
Кожен з останніх 6 місяців з ЦП укладалось не менше біржових угод, виконувалось не менше біржових контрактів	10 10			
Середньомісячна вартість біржових угод з ЦП протягом останніх 6 місяців складає не менше	250 тис. грн	150 тис.грн	100 тис. грн	50 тис. грн
Загальна кількість акціонерів емітента становить не менше	100 осіб			

#### **4. Котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу**

Котирування — це механізм визначення та фіксації ринкової ціни цінного папера. ФБ затверджує порядок котирування цінних паперів та інших фінансових інструментів за технологіями проведення торгів, у тому числі із застосуванням електронної системи торгів і порядок визначення біржового курсу цінних паперів. Біржовий курс цінних паперів, визначений за результатами біржових торгів, підлягає обов'язковому оприлюдненню на власному веб-сайті ФБ (у цілодобовому режимі), а також може бути оприлюднений в періодичному друкованому виданні ФБ і ДКЦПФР. Біржова угода не може укладатися за заявками, які подає один учасник біржових торгів. Ліквідність ринку відповідних цінних паперів, які допущені до торгівлі на ФБ, може підтримуватися маркет-мейкером.

#### **5. Розкриття інформації про діяльність ФБ та її оприлюднення**

ФБ зобов'язана на своєму веб-сайті або в періодичних друкованих виданнях ФБ та ДКЦПФР надавати таку інформацію:

- перелік торгівців цінними паперами, допущених до укладання договорів купівлі-продажу цінних паперів на ФБ;
- перелік цінних паперів, які пройшли процедуру лістингу;
- обсяг торгівлі цінними паперами (кількість цінних паперів, загальну вартість укладених договорів, курс цінних паперів щодо кожного емітента окремо) за період, установлений ДКЦПФР.

ФБ зобов'язана зберігати документи щодо оголошених заявок, укладених біржових угод і виконання біржових контрактів не менше п'яти років.

#### **6. Розв'язання спорів між членами ФБ та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством**

Порядок розв'язання спорів між членами ФБ має визначати:

- порядок створення та функціонування відповідного органу ФБ, який уповноважений вирішувати спори;
- порядок розгляду спорів.

ФБ у разі порушення правил ФБ вживає заходів щодо їх усунення, застосовує санкції до порушників і протягом п'яти робочих днів повідомляє ДКЦПФР про виявлені порушення та застосовані санкції.

#### **7. Здійснення контролю за дотриманням членами ФБ та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правил ФБ.**

ФБ повинна забезпечити *безперервний контроль* за:

- цінами на цінні папери, організацією та проведенням біржових торгів, дотриманням вимог лістингу та делістингу цінних паперів;
- допуском членів ФБ та інших осіб до біржових торгів;
- котируванням цінних паперів та оприлюдненням їх біржового курсу;
- розкриттям інформації про діяльність ФБ та її оприлюдненням;
- дотриманням членами ФБ та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах, правил ФБ.

ФБ повинна також запобігати укладанню нестандартних біржових угод.

ФБ розробляє і затверджує правила проведення фінансового моніторингу та програми його здійснення у сфері запобігання та протидії легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом, а також здійснює заходи, спрямовані на виявлення фінансових операцій, що підлягають фінансовому моніторингу, проводить їх реєстрацію.

#### **8. Накладання санкцій за порушення правил ФБ**

Порядок накладання санкцій за порушення правил ФБ повинен містити:

- порядок створення та повноваження відповідного органу ФБ, уповноваженого накладати санкції;
- види санкцій за порушення правил ФБ;
- порядок і підстави накладання санкцій;
- вимоги до поширення інформації щодо застосування санкцій;
- порядок оскарження накладених санкцій.

Регулювання та контроль за діяльністю ФБ у порядку, встановленому законодавством, здійснює ДКЦПФР. Із розглянутих питань щодо сутності ФБ, її видів, функцій, засад функціонування, можна зробити висновок, що ФБ є постійно діючим ринком, який формує сприятливі умови для вільної купівлі-продажу цінних паперів. Значення ФБ визначається і тим, що вона є одним із регуляторів фінансового ринку; обслуговує потоки фінансових і позичкових капіталів: нагромадження капіталу з одного боку, кредитування і фінансування з другого; визначає ступінь роздержавлення власності, тобто частку акціонерної власності у виробництві ВВП; забезпечує концентрацію попиту і пропозиції на цінні папери.

### 3.3. Фондові операції на біржі

Розгляд процесу виконання фондової операції (угоди, укладання договору) доцільно почати з характеристики біржових посередників, передовсім — з брокерів і дилерів.

**Брокер** — це посередник, який сприяє здійсненню угод між заінтересованими сторонами — клієнтами фондової біржі. Брокери укладають угоди з доручення клієнта і його коштом, одержуючи за ці послуги від нього комісійну винагороду. Брокерами можуть бути як приватні особи, так і цілі організації (компанії, фірми). І ті, і ті, як правило, є членами фондової біржі. Брокер діє на підставі укладеної з клієнтом угоди (договору), в якій визначаються умови купівлі-продажу цінних паперів, можливі додаткові послуги брокера і розмір брокерської винагороди (у відсотках до суми угоди). В угоді обумовлюється характер роботи брокера, котрий може бути як повіреним, так і простим комісіонером. В обох випадках брокер — це професіональний учасник ринку цінних паперів. Брокер діє в межах визначеної його клієнтом суми. Він має право вибору цінних паперів (або вибору покупця, коли брокер бере участь у продажу) згідно з одержаним від клієнта наказом. Зі свого боку, клієнт має право будь-коли дати брокеру наказ про припинення виконання операції.

Іншим популярним біржовим посередником є **дилер**. На відміну від брокера він вкладає власний капітал під час укладення угоди і діє від свого імені. Дилерів характеризують також як принципалів, котрі виражають власну волю і власні інтереси. Їх основна діяльність — це перепродаж цінних паперів, а джерелом доходу є різниця між ціною продажу і ціною купівлі. Виступаючи як оператор біржового ринку, дилер оголошує ціну продажу і купівлі, максимальну й мінімальну кількість цінних паперів, що купуються і продаються, а також термін, протягом якого буде чинною оголошена ціна. Порівняно з брокером дилер ризикує більше, але більше може й виграти.

Брокери й дилери діють також і на позабіржовому ринку.

Крім брокерів і дилерів, на фондовому ринку оперує спеціаліст, котрий як член біржі веде торгівлю цінними паперами, віддаючи перевагу якомусь одному їх виду. Помітною постаттю на фондовій біржі є також маклер. Коли брокери репрезентують інтереси своїх клієнтів, біржовий маклер виступає як дилер і веде торги (біржові збори).

Клієнтові фондового ринку важливо знати технологію відносин з брокером. Основним інструментом цієї технології є наказ клієнта брокеру, оформлений у вигляді заявки: клієнт, виходячи з власних інтересів та ринкової ситуації, у наказі інструктує свого брокера щодо можливих дій.

Перед тим як дати наказ, клієнт дає своєму брокерові гарантії оплати придбаних акцій чи облігацій. Такими гарантіями можуть бути:

- вексель на суму угоди;
- переказ на рахунок брокера (як застави) коштів у розмірі певного відсотка від суми угоди;
- відкриття брокеру поточного рахунка на суму, що дорівнює оплаті угод, котрі доручаються брокеру протягом півріччя;
- банківська гарантія оплатити всі можливі борги клієнта на першу вимогу брокера (за таку послугу, що є формою страхування, банк, зрозуміло, має право взяти з клієнта певну винагороду).

Біржовий наказ (заявка) має такі реквізити: титульні дані, у тім числі вид замовлення, тип угоди, номер договору, код брокера, вид і найменування цінного паперу; кількість цінних паперів (обсяг заявки); термін виконання заявки; рівень ціни; окремі розпорядження брокерові. Вид замовлення визначає становище клієнта як покупця або як продавця цінних паперів, а тип угоди — характер операції: касова операція, термінова угода, опціон і т. п. Обсяг заявки може бути стандартним, тобто кратним одиниці угоди (100 цін-

них паперів) або нестандартним (замовлення на купівлю певної партії цінних паперів). За терміном чинності наказ може бути одноденним; до моменту його виконання або відкликання; від початку біржового торгу до якогось зафіксованого моменту тощо.

Найважливіший реквізит наказу — ціна. Вона є основною класифікаційною ознакою поділу біржових наказів на типи. Їх три.

**Перший тип.** Ринковий наказ, тобто доручення клієнта брокеру на продаж або купівлю певних цінних паперів за найвигіднішою ціною. Клієнт дає право брокеру вирішувати це на свій розсуд, довіряючи його професіоналізмові, а тому в ринковому наказі ціна не зазначається.

**Другий тип.** Лімітний наказ, тобто клієнт встановлює лімітну ціну, за якою він дозволяє здійснити угоду, якщо брокер не зможе домогтися вигіднішої ціни. Інакше кажучи, клієнт доручає брокерові купити цінні папери за фіксованим курсом або нижче, чи продати цінні папери за фіксованим курсом і вище. Накази цього типу звичайно заносяться в книгу “Ліміт замовлень” і виконуються в міру можливості.

**Третій тип.** Буферний наказ (стоп-наказ), тобто доручення брокеру купити або продати цінні папери в той момент, коли їх ціна досягає визначеного рівня. Особливістю цього типу наказу є те, що клієнт наказує брокеру припинити торгівлю цінними паперами як тільки їх ціни виходять за межі встановленого клієнтом інтервалу. Так клієнт страхує себе від занадто великих втрат за можливої зміни ціни на даний вид цінних паперів.

Наказ брокерові здебільшого доповнюється додатковими застереженнями, найчастіше такими:

- а) “на власний вибір”;
- б) “найліпший наказ”;
- в) “виконати в міру можливості, решту відмінити”;
- г) “виконати або відмінити”;
- д) “не знижувати”;
- е) “не перевищувати”;
- є) “або-або”;
- ж) “з переключенням”;
- з) “усе або нічого”;
- и) “прийму в будь-якому вигляді”.

Наказ “на власний вибір” на відміну від всіх інших наказів не ставить перед брокером якихось умов і обмежень. Клієнт дає можливість брокеру діяти на власний розсуд і самому вибрати параметри угоди. Це стосується і кількості цінних паперів, і їхньої ціни, і часу здійснення угоди. Зрозуміло, що такий наказ може одержати тільки висококваліфікований брокер, до якого клієнт має особисту довіру.

Під час одержання від клієнта “найліпшого наказу” брокер намагатиметься за продажу цінних паперів продати їх за ціною вище ринкової, а за купівлі — купити нижче ринкової ціни.

Наказ “виконати в міру можливості решту відмінити” є достатньо зрозумілим без коментарів. До нього варто лише додати, що виконувати можна не обов’язково все замовлення в повному обсязі. Можна й частково. Але в будь-якому разі наказ виконати необхідно негайно. Не виконана частина наказу відміняється.

Наказ “виконати або відмінити” можна було б назвати точніше — “повністю виконати, часткове виконання не допускається”. Цим даний вид наказу відрізняється від попереднього. Спільним для обох наказів є негайне виконання замовлення брокером.

Наказ “не знижувати” стосується тільки операції з готівковими дивідендами. Брокер отримує вказівку, щоб обмеження за наказом не були знижені на суму дивіденду у разі, коли з цінними паперами відбуваються операції без готівкових дивідендних виплат.

Наказ “не перевищувати” також є обмежувальним.

Наказ “або-або” означає, що укладення однієї з угод відміняє всі інші замовлення.

Наказ “з переключенням” передбачає, що виторг від продажу одних цінних паперів може використовуватися для купівлі інших: з одних паперів брокер переключається на інші.

Наказ “усе або нічого” вимагає від брокера продажу або купівлі всіх указаних у замовленні клієнта акцій без винятку, і лише після повного виконання наказу клієнт дає свою згоду на оплату замовлення.

Наказ “прийму в будь-якому вигляді” передбачає придбання клієнтом будь-якої кількості цінних паперів, указаних у заявці, однак не більше за замовлений максимум.

Можуть бути й інші застереження, наприклад, угоду виконати в повному обсязі, але не обов’язково негайно, або угоду виконати в момент відкриття чи закриття біржі.

У світовій практиці використовується кілька способів встановлення цін на фондові папери. Курс може встановлюватися на рівні:

- курсу біржового дня укладання угоди;
- курсу останнього біржового дня для даного виду цінних паперів, тобто курсу на момент виконання угоди;
- курсу будь-якого раніше обумовленого біржового дня (в інтервалі часу між днем укладання угоди та днем закінчення розрахунків за нею);
- максимальної ціни продажу або мінімальної ціни купівлі.

Названі форми фондових операцій потребують певних умов їх виконання. Зміст і характер операцій багато в чому визначаються позиціями, котрі займають сторони угоди, а також різноманітними способами прояву цих позицій та інтересів продавця й покупця цінних паперів. Від вибору того чи іншого способу залежить вид фондової операції. Для ілюстрації розглянемо два такі види: продаж позичених цінних паперів, купівля з частковою оплатою позиченими коштами.

У першій з названих видів угод — “продаж позичених цінних паперів” — беруть участь три особи:

- а) гравець на зниженні, тобто “ведмідь”;
- б) кредитор (в особі брокера або банку);
- в) третя особа (другий брокер або інвестор).

Угода складається з операцій, що здійснюються в різний час і які ми умовно назвемо “перший момент” і “другий момент”. У проміжку між ними очікується зміна ціни на певний вид цінних паперів, наприклад, акції певної компанії.

Угода має дозволений правилами спекулятивний характер, і її сенс полягає в тім, щоб отримати певний дохід у вигляді різниці між цінами продажу й купівлі акцій. Головна дійова особа цієї угоди — “ведмідь”. Він розраховує на те, що у вказаний проміжок часу ціна на акції даної компанії знизиться. Відтак “ведмідь” позичає пакет акцій у кредитора, наприклад, у брокера, який готовий дати цінні папери в борг (напрокат) за певну винагороду (премію). Узявши акції в борг, “ведмідь” тут же продає їх третій особі за ціною, наприклад, 100 грн. за весь пакет акцій (перший момент).

Далі події розвиваються так. Припустімо, прогноз “ведмедя” був слушним і ціна акцій упала до 80 грн. за пакет. Тоді “ведмідь” купує ті самі акції, але вже не за 100, а за 80 грн. Куплені акції він повертає кредиторі.

Отже, в перший момент “ведмідь” був продавцем, а третя особа — покупцем акцій, але в другий момент вони міняються ролями: третя особа стає продавцем, а “ведмідь” — покупцем акцій. Унаслідок цих операцій “ведмідь” матиме дохід  $100 - 80 = 20$  грн. Якщо винагорода, виплачена кредиторі, дорівнює 2 грн., то чистий дохід становитиме  $20 - 2 = 18$  грн.

Зрозуміло, що успіх “ведмідь” матиме тільки за певних умов:

по-перше, потрібен кредитор, котрий погодився б дати “ведмедю” акції в борг;



по-друге, потрібна третя особа, яка спочатку (в перший момент) погодиться купити у “ведмедя” акції (напевне, це буде “бик”, котрий сподівається на підвищення ціни акції), а потім (у другий момент) продасть їх йому;

по-третє, якщо й справді станеться зниження ціни на дані акції згідно зі сподіваннями “ведмедя”;

по-четверте, якщо винагорода кредитора не перевищуватиме різниці між ціною продажу і купівлі акцій.

У табл. 3.4. показано схему операції з продажу цінних паперів, узятих у борг, на якій видно загальну картину руху акцій: від кредитора — через “ведмедя” — до третьої особи — і знову через “ведмедя” до кредитора.

Таб.3.4 Операції з продажу цінних паперів, узятих у борг

Момент часу	Ціна акцій, грн	Дії			
		кредитора	“ведмедя”		третьої особи
		відносно “ведмедя”	відносно кредитора	відносно третьої особи	відносно “ведмедя”
Перший	100	Передає акції в борг	Бере акції в борг	Продає акції	Купує акції
Другий	80	Одержує акції для погашення боргу	Повертає акції для погашення боргу	Купує акції	Продає акції

Інший механізм має угода “купівля з частковою оплатою позиченими коштами”. Цей вид угоди має те спільне з попередньою, що в ній беруть участь також три сторони, є два моменти часу, змінюється ціна акції і дозволено спекуляцію. Проте головна дійова особа тут уже не “ведмідь”, що грав на зниженні ціни, а “бик”, який грає на її підвищенні. “Бик” прогнозує, що у вказаний проміжок часу ціна на акції певної компанії зросте.

Відтак “бик” бере в борг гроші у кредитора для часткового і навіть для повного покриття своїх витрат для запланованої купівлі акцій (у назві цього виду угоди слово “частковий” можна опустити). На ці гроші (з додачею власних грошей за потреби) “бик” купує акції у третьої особи, наприклад, за ціною 100 грн. (перший момент).

Припустімо, прогноз “бика” справдився і ціна акції піднялася до рівня 120 грн. Тоді “бик” продає ці акції (вже за новою ціною) і одержані від продажу гроші використовує для повернення боргу (другий момент).

Як бачимо, в перший момент “бик” був покупцем акцій, а третя особа — продавцем. У другий момент вони міняються ролями. Дохід “бика” виникає за рахунок різниці цін ( $120 - 100 = 20$  грн.), щоправда, з цього треба відрахувати винагороду кредиторів. На відміну від операції “продаж” операція “купівля” має не одне коло руху цінностей, а два — рух грошей між кредитором і “биком” і рух акцій між “биком” і третьою особою (табл. 3.5). Для “бика” (так само, як і для “ведмедя”) потрібні певні умови для отримання доходу від цієї фондової операції: згода на участь у ній усіх сторін, зростання цін і винагорода кредитору не більша, ніж дохід “бика”.

Табл.3.5. Операція з купівлі цінних паперів із частковою оплатою позиченими коштами

Моменти часу	Ціна акцій, грн.	Дії			
		кредитора	“бика”		третьої особи
			відносно “бика”	відносно кредитора	
Перший	100	Надає позичку	Бере гроші в борг	Купує акції	Продає акції
Другий	120	Одержує борг	Віддає борг	Продає акції	Купує акції

Як уже зазначалося, у нашій країні біржовий ринок перебуває тільки в стадії становлення, тому для глибшого пізнання організації біржової торгівлі цінними паперами доводиться звертатися до зарубіжного досвіду. Якщо угоду і з боку продавця, і з боку покупця буде укладено на біржі від імені клієнта і його коштом, то брокер є лише представником-агентом клієнта, тому ринок, створений сукупністю цих угод, називається “агентським”. Прикладом такого ринку є діяльність “комісійних” і “дводоларових” брокерів на Нью-Йоркській фондовій біржі. “Комісійний” брокер — службовець компанії, член біржі і працює в її залі на “підлозі”. “Дводоларовий брокер” — незалежний брокер торговельного залу; колись такі брокери брали комісію в розмірі двох доларів за кожні 100 одиниць реалізованих цінних паперів.

Одержавши доручення клієнта, “комісійний” брокер звичайно залучає спеціаліста з даних акцій. Якщо він у даний момент зайнятий, то може попросити одного з “дводоларових” брокерів віднести доручення спеціалісту. Будучи незалежними ділками, “дводоларові” брокери беруть комісійні за кожне доручення, яке вони допомагають виконати. Ці комісійні виплачуються “верхньою” брокерською фірмою. Робота “комісійних” і “дводоларових” брокерів полягає в тім, щоб забезпечити найліпші ціни для тих доручень, які їм передала “верхня” брокерська фірма.

Доставивши доручення спеціалісту, брокер торговельного залу (це може бути “комісійний” або “дводоларовий” брокер) визначає найліпші ціни — пропонувану і ту, що її правлять. Звичайно він з’ясовує цю інформацію у спеціаліста або зчитує її з електронного терміналу. Озброївшись цією інформацією, брокер розробляє стратегію виконання доручення.

З найліпшою пропозицією, що виходить від брокера торговельного залу, який також перебуває біля спеціаліста, обидва брокери обмінюються назвами фірм, які вони репрезентують, і затверджують деталі угоди, що здійснилася. Ця угода обходиться без прямої участі спеціаліста і кожний із брокерів заробляє комісійні від тієї брокерської фірми, яку він репрезентує (якщо вони, звичайно, не працюють на твердій ставці). Від такої угоди спеціаліст жодних комісійних не одержує.

Якщо найліпшу ціну названо в “лімітній” пропозиції, що її було залишено у спеціаліста для реалізації, то і брокер торговельного залу, який прийшов із дорученням на купівлю, заробляє комісійні і спеціаліст одержує комісійні від брокерської фірми, котра залишила у нього “лімітне” доручення. У разі, коли спеціаліст продає 1200 акцій з власного запасу, він не одержує жодних комісійних. Зрозуміло, що брокер з “ринковим” дорученням на купівлю 1200 акцій не зобов’язаний “хапатися” за ліпшу поточну ціну зразу ж після приходу до місця спеціаліста. Він може одержати вигіднішу ціну, почекавши і запропонувавши котирування нижче за оголошене.

Якщо замість “ринкового” доручення брокеру торговельного залу дано “лімітне” доручення, причому обумовлена в ньому ціна суттєво нижча або вища за переважну ринкову ціну, він може визнати за ліпше залишити це доручення у спеціаліста, щоб той вико-

нав його, коли дозволять ринкові умови. У цьому разі брокер торговельного залу відмовляється від доручення і не одержує комісійних від брокерської фірми.

Виконуючи “лімітні” доручення, складені “комісійними” і “дводоларовими” брокерами, спеціаліст заробляє комісійні від “верхніх” фірм. Звичайно, брокер торговельного залу може сам залишитися біля місця спеціаліста і дочекатися вигідніших умов для виконання “лімітного” доручення. Тоді він сам, а не спеціаліст, одержить комісійні від “верхньої” брокерської фірми. Брокери торговельного залу і спеціалісти одержують комісійні тоді, коли вони дійсно виконують посередницькі послуги. Наприклад, більшість спеціалістів Нью-Йоркської фондової біржі беруть за виконувани доручення комісію в розмірі від 1,5 до 2,9 дол. за 100 акцій. “Дводоларові” брокери заробляють в середньому від 1,0 до 1,5 дол. за 100 акцій...

Дилер має право пропонувати свої котирування, а також, маючи певний резервний капітал і будучи професіоналом, може сприяти більшій ліквідності ринку...

Токійська фондова біржа — це агентський ринок у формі безперервного аукціону, котрий організовано за допомогою книги “Ліміт-замовлень” і табло. Американські й канадські біржі в основному є дилерськими ринками, де безперервний аукціон забезпечується в такий спосіб: кожний дилер, який відповідає за випуск, оголошує ціну продавця й ціну покупця, тобто підтримує безперервний двосторонній ринок через продаж або купівлю акцій за власний рахунок, якщо тимчасово порушується баланс попиту й пропонування.

За правилами Нью-Йоркської фондової біржі кожний дилер-спеціаліст відповідає за ефективне виконання довірених йому посередницьких доручень, тобто їх виконання за найліпшою можливою ціною. Це зобов’язує спеціаліста в будь-який час доводити до загального відома пропоновану і найнижчу ціну, що її правлять продавці на закріплені за ним акції.

У межах однієї угоди спеціаліст не може бути водночас і посередником, і принципалом, це заборонено Правилами біржової торгівлі. Яка б не була ціна на акції, спеціаліст повинен віддати перевагу виконанню доручень, одержаних від клієнтів через брокерів торговельного залу, перед власною торгівлею. Проте у разі, коли доручення, передані брокерами, складно або неможливо поєднати, то правила передбачають, що спеціаліст буде “в міру розумної можливості” виступати як принципал...

Якщо пропозицій, одержаних від клієнтів торговельного залу, бракує, то спеціаліст мусить зробити їх від свого імені. При цьому у нього є деяка свобода у встановленні різниці або спреду між своїми значеннями пропонованої ціни і ціни, що її правлять продавці.

Сучасні брокери та інвестори постійно продивляються переважно значення цін пропонованих і тих, що правлять продавці, на електронному терміналі спеціаліста. Він повинен повідомляти тільки про найвищу пропоновану і найнижчу ціну, що її правлять продавці, на закріплені за ним акції. Можливо, що найважливіший обов’язок спеціаліста полягає в тім, щоб підтримати справедливість і порядок у торгівлі закріпленими за ним акціями.

На Нью-Йоркській фондовій біржі правилом № 390 всім брокерам забороняється діяти як принципалам або посередникам між покупцем і продавцем в угодах з акціями, що котируються, без подання їх на безперервний аукціон, який відбувається в торговельному залі. Це сприяє тому, що більша частина доручень на операції з акціями, що котируються, спрямовується для виконання до торговельного залу. У результаті відбувається консолідація потоку заявок, котра може поліпшити шанси окремого доручення на його виконання за найліпшою можливою ціною; при цьому підтримується монополія спеціаліста та охороняється цінність торговельного залу біржі як центральної Розрахункової палати.

Біржа послідовно захищає правило №390 як необхідний засіб забезпечення справедливості та ефективності ринку. Проте критики стверджують, що насправді біржа при цьому хоче зберегти свій контроль за торгівлею акціями, що котируються. Деякі брокери-дилери, які є членами біржі, бажали б відмінити правило № 390. Це дало б змогу

створити свої ринки акцій, що котируються, подібно до того позабіржового ринку, який вони вже підтримують”.

З усього сказаного впливають такі, зокрема, висновки:

1. Механізм торгівлі цінними паперами є дуже різноманітним на різних фондових біржах, і тим більше в різних країнах. Але ця різноманітність не заважає ні досягненню єдиної мети біржової торгівлі, ні уніфікації законодавства, спрямованого на підтримку цивілізованого фондового ринку.
2. Функції та взаємовідносини професіоналів на фондовому ринку не є раз і назавжди визначеними. Вони постійно розвиваються в процесі пошуку ефективніших форм організації торгівлі цінними паперами. Змінюються не тільки поєднання (комбінації) функцій і взаємовідносини професіоналів, але з'являються й нововведення, що особливо притаманне країнам, котрі реформують свою економічну систему й тому шукають власної специфіки фондового ринку.
3. У розвитку фондової біржі явно помітне прагнення знайти якщо не баланс, то хоча б компроміс між централізацією та демократизацією біржової торгівлі, між суворим контролем і свободою дій. Це прагнення підтримується намаганням фондової біржі встояти під натиском позабіржового ринку, менш надійного, але простішого та зручнішого для багатьох учасників фондової торгівлі.
4. Безповоротна електронізація біржової торгівлі (з її перевагами й труднощами) змушує біржовиків не лише вчитися новому в технології обігу цінних паперів, а й удосконалювати старі перевірені методи, дотримуючись вимоги “нове має бути ліпшим за старе, інакше воно не має сенсу”.

### 3.4. Сутність біржового ринку

Діяльність біржі спрямована на створення в Україні централізованого ринку цінних паперів, який підлягає державному регулюванню і характерними ознаками якого мають бути котирування цінних паперів, ліквідність, відкритість, прозорість, гласність ринкової інформації з метою задоволення запитів кожного вкладника, довіра з боку широких верств населення.

Модель організації біржового ринку в Україні формується за рекомендаціями «Групи Тридцяти», яка передбачає:

- широке використання стандартних кодів (код І8ПЧ) для торгів і доставки
- цінних паперів;
- суворе дотримання вимог лістингу (допуску цінних паперів до котирування);
- відкритість інформації щодо компаній, цінні папери яких котируються на фондовій біржі;
- встановлення та опублікування відомостей про курси цінних паперів з дотриманням принципів рівності інвесторів;
- запобігання виникненню неорганізованих паралельних ринків на шкоду ліквідності централізованого ринку;
- надійність біржового ринку за рахунок своєчасності і безпеки доставки цінних паперів і грошової оплати за них через систему, яка діє на момент укладення угоди.

Актуальним на сучасному етапі розвитку біржового ринку в Україні є створення єдиної національної системи котирування та обліку цінних паперів. Але функціонування такої системи не повинне заперечувати існування, крім Національної фондової біржі, інших бірж (наприклад, у Франції цінні папери котируються в єдиній системі бірж, а зберігаються й обліковуються в одному національному депозитарії; у США є 7 фондових бірж і єдина система котирування полягає в тому, що відповідними цінними паперами торгують на відповідних біржах; більшість країн має по одній фондовій біржі та одному національному депозитарію).

Провідними елементами вітчизняного біржового ринку є *єдина Національна фон-*

дова біржа, єдиний кліринговий банк і єдиний Центральний депозитарій. Забезпечують розвиток вітчизняного біржового ринку, крім провідних фінансових інститутів, й інші інституційні елементи (див. табл. 3.5).

Таблиця 3.5. Інституційні елементи біржового ринку

Основні елементи біржового ринку	Їх характеристика
Українська фондова біржа УФБ)	єдине місце котирування (визначення курсів) цінних паперів, прийнятих до обігу та котирування на біржі
Центральний депозитарій цінних паперів при УФБ	забезпечує обіг цінних паперів у формі комп'ютерних записів на рахунках і працює в рамках єдиного програмного забезпечення системи «біржа-депозитарій-кліринговий банк»
Кліринговий банк	забезпечує розрахунки за укладеними угодами купівлі-продажу цінних паперів, виплату дивідендів тощо
Брокерські контори (брокери), банки-брокери	зареєстровані на УФБ і є учасниками Центрального депозитарію та клірингового банку
Банки, інвестиційні фонди і компанії, довірчі товариства, інші торговці	не є брокерами УФБ, є учасниками Центрального депозитарію і клірингового банку
Емітенти	учасники Центрального депозитарію, цінні папери їх допущені до обігу й котирування на УФБ

Важливим елементом досконалого біржового ринку є його регулювання, яке здійснюється з метою створення нормальних умов для діяльності всіх учасників ринку, захисту учасників ринку від недобросовісної конкуренції та шахрайства, забезпечення вільного і відкритого процесу ціноутворення на основі концентрації попиту та пропозиції, сприяння розвитку ринку, інноваційним процесам на ринку. Процес регулювання на біржовому ринку включає створення відповідної законодавчої та нормативної бази, відбір професійних учасників ринку, ліцензування їх діяльності, контроль за виконанням учасниками ринку норм та правил функціонування ринку, в тому числі систему санкцій за невиконання норм та правил поведінки на ринку.

Біржовий ринок — це ринок не лише регульований державою ззовні, а й ринок з досить жорстокою системою саморегулювання. На біржах дотримуються писаних і неписаних кодексів поведінки. Біржі є досить закритими організаціями, стати членом яких, як правило, важко.

Біржова торгівля цінними паперами є однією з форм організованого ринку, що діє за визначеними правилами. На біржових торгах здійснюється організоване укладання цивільно-правових угод, які приводять до зміни права власності на цінні папери особами, що мають виключне право на укладання таких угод. Характерні *риски біржової торгівлі* представлені на рис. 3.7.



Рис. 3.7. Характерні риси біржової торгівлі

Для допуску до обігу та котирування на фондовій біржі цінні папери мають пройти процедуру лістингу — включення до списку цінних паперів, що вже котируються на біржі. Основними критеріями при прийнятті рішення про включення акцій певної компанії до списку та допуску до котирування на біржі є ступінь інтересу інвесторів до цієї компанії, місце компанії в галузі та її стабільність, належність компанії до галузі, що розвивається, перспективи, які дають змогу і надалі зберігати свої позиції на ринку. Включення цінних паперів до лістингу підвищує престиж корпорації та ступінь ліквідності її цінних паперів, допомагає корпорації зберігати на ринку гідну конкуренту позицію та сприяє встановленню справедливого ціноутворення в результаті котирування.

**Котирування** полягає у визначенні курсів цінних паперів через зосередження попиту та пропозиції, зіставлення лімітів цін замовлень на купівлю і продаж цінних паперів та встановленні оптимальної ціни, при якій виконується найбільша кількість замовлень, здійснюється найбільший обіг цінних паперів.

Розрізняють *фіксингове котирування*, або простий аукціон, та *безперервне котирування*, або безперервний аукціон. При *фіксинговому котируванні* замовлення на купівлю-продаж цінних паперів збираються брокерами і подаються на біржу перед проведенням котирування. При цьому вони попередньо укладають з брокерами договір на обслуговування і гарантують оплату куплених цінних паперів або передають брокеру цінні папери, що пропонуються до продажу. Брокери виконують замовлення клієнтів і після цього проводять кліринг та розрахунки за угодою.

За другою схемою дилер скуповує цінні папери у продавця і від свого імені продає покупцеві. Оформлення цінних паперів різних інвесторів на ім'я брокера в багатьох випадках полегшує процедуру кліринга. Якщо, наприклад, покупець і продавець акцій є клієнтами одного брокера і зареєстрували цінні папери на ім'я брокера, ім'я власника акцій у результаті купівлі-продажу не змінюється. У результаті котирування встановлюється єдина ціна, за якою виконуються всі заявки і яку називають *ціною дня*. Як правило, протягом одного біржового дня відбувається одне котирування. Момент встановлення єдиної ціни називають *фіксингом*.

*Безперервне котирування*, або *мультифіксинг*, полягає в постійному зіставленні попиту і пропозиції цінних паперів. Учасники торгів можуть виставляти заявки на купів-

лю та продаж цінних паперів у будь-який момент торгової сесії. Допускається коригування ціни та обсягу заявок, а також їхнє зняття з торгів до моменту укладення угоди. Курсом цінного папера на певний момент часу є ціна, за якою були виконані останні замовлення, а протягом дня існує безліч курсів. При безперервному котируванні протягом дня фіксуються максимальна, мінімальна ціни та ціна угоди «на закриття», або ціна цінного папера за угодою, що укладається перед закриттям біржі. На наступний день саме ця ціна буде вважатись ціною дня при оприлюдненні результатів торгів та розрахунку цін за їх зміною на ринку.

Котирування акцій компанії може бути припинено за рішенням біржової ради або за вимогою самої компанії. Тимчасове призупинення котирування може застосовуватись у випадку, коли є ажіотаж навколо акцій певної корпорації або велика незбалансованість між кількістю заявок на купівлю та продаж цих акцій.

В Україні сьогодні не існує єдиної системи котирування цінних паперів, торги проводяться окремо, переважно на п'ятьох біржах: Українській фондовій біржі, Київській міжнародній фондовій біржі, Донецькій фондовій біржі, Придніпровській фондовій біржі, а також на фондовій секції Української міжбанківської валютної біржі (державними цінними паперами).

Переважає більшість угод на біржах здійснюється з повними лотами, де *лот* характеризує *мінімальний стандартний обсяг біржового активу, який може бути куплений чи проданий на біржі*. Лот може визначати мінімальну кількість цінних паперів, які можуть бути куплені (продані) на торгах, або мінімальний обсяг угоди в грошових коштах. У біржовій торгівлі допускаються операції з неповними лотами, проте вони, як правило, здійснюються через спеціалістів. Спеціалісти діють при цьому як дилери, виконуючи операцію від свого імені і за свій рахунок і беруть за надану послугу комісійні.

Переважає більшість угод на біржі укладається відповідно до принципу «поставки проти платежу (ППП)», коли продавець для отримання оплати спочатку здійснює поставку цінних паперів контрагенту угоди. Оплата проводиться одночасно з поставкою цінних паперів. Безпосередній переказ коштів відбувається через кілька днів після укладання угоди до закінчення дня, призначеного для виконання угоди. З розвитком телекомунікацій і комп'ютерних систем термін переказу коштів має тенденцію до скорочення. В майбутньому розрахунки здійснюватимуться на безперервній та щоденній основі. Основні параметри угоди, що укладаються на фондовій біржі, представлені на рис. 3.8.



Рис. 3.8. Параметри угоди фондової біржі

Переважає більшість біржових операцій має невиробничий характер і орієнтована на отримання спекулятивного прибутку від використання постійних коливань курсів цінних паперів. Існує тільки одна біржова операція, яку можна вважати виробничою — це

розміщення нових цінних паперів. Через біржу може бути проведений також продаж акцій з контрольної позиції або продаж акцій, випущених раніше, у вигляді контрольного пакета в кількості, достатній для зміни контролю над компанією. Допускається закриті розміщення акцій, які випускаються додатково до випущених раніше і вже включених до біржового списку. Якщо кількість додаткових акцій становить більше як 25 % акцій, що вже перебувають в обігу, біржа може вимагати згоди акціонерів компанії на закриті розміщення акцій. Біржа може також вимагати від покупців акцій зобов'язання не перепродавати акції протягом певного періоду часу.

Широке впровадження комп'ютерних технологій у біржовій торгівлі призвело до того, що певна кількість біржових операцій виконується в автоматичному режимі. Зручна і швидкодіюча система комп'ютерного укладання угод, що в цілому сприяє підвищенню ефективності біржового ринку, іноді відіграє негативну роль в моменти втрати біржею рівноваги в результаті спекулятивних операцій. Все ж *електронна торговельна система* повинна забезпечувати:

- приймання, обробку та передачу від учасників біржових торгів заявок на купівлю-продаж допущених до торгівлі цінних паперів та інших фінансових інструментів, фіксацію укладених біржових угод;
- підготовку та передачу інформації, необхідної для виконання біржових контрактів;
- захист інформації (у тому числі на електронних носіях), що стосується укладання біржових угод і виконання біржових контрактів, від втрати або несанкціонованого доступу;
- формування та підтримку баз даних про хід та результати біржових торгів з фіксацією часу оголошення учасниками біржових торгів заявок та укладання біржових угод.

*Порядок проведення операцій на фондовій біржі* полягає в подачі заявки, укладанні угоди, перевірці параметрів угоди (якщо угода укладається усно або по телефону), здійсненні взаєморозрахунків, виконанні угоди. Угоди, укладені на біржі, обов'язково реєструються біржею або професійним учасником біржової торгівлі, який має на це право.

При проведенні торгів одні заявки брокерів виконуються безпосередньо, інші з тих чи інших причин можуть бути передані спеціалістам для виконання.

Існують дві основні форми вторинного ринку цінних паперів — біржовий і позабіржовий, який виник як альтернатива біржі. Об'єктивною причиною існування позабіржового ринку є той факт, що багато фірм-емітентів не можуть через різні причини потрапити на біржу, так як показники їх діяльності не відповідають вимогам реєстрації на біржі. Характерні ознаки біржового і позабіржового ринків представлені в таблиці 3.6

Таблиця 3.6. Відмінні особливості біржового і позабіржового ринків

<b>Характерні ознаки</b>	
<i>Біржовий ринок</i>	<i>Позабіржовий ринок</i>
Продаж цінних паперів, що випускаються державою, та перепродаж акцій престижних фірм	Розміщення перших випусків цінних паперів серед невеликих інвесторів
Офіційне котирування цінних паперів здійснюють спеціальні органи біржі чи уповноважені державні установи	Ринкове котирування здійснюється банками і компаніями
Переважно брокерський	Переважно дилерський
Обороти коштів у 5-10 разів менші від оборотів позабіржового ринку	Обороти коштів у 5-10 разів перевищують обороти біржового ринку



У сучасних умовах у позабіржовому обігу перебуває переважна частина всіх цінних паперів. Це акції невеликих фірм традиційних галузей, акції великих нових компаній, що працюють в новітніх галузях економіки та мають великі потенційні можливості перетворитися в майбутньому у величезні корпорації, цінні папери кредитних інститутів, облігації корпорацій, державні та муніципальні боргові цінні папери, нові випуски акцій та інше.

Позабіржовий ринок України формується з метою максимального розвитку ринку цінних паперів в інтересах як інвесторів, так і емітентів окремих регіонів; сприяння тим підприємствам, які бажають залучити фінансові ресурси для розвитку виробництва і вдосконалення технологій; впорядкування цивілізованих відносин між суб'єктами ринку; створення торгово-інформаційних систем, які формуються як саморегульовальні організації і діють як посередники, основна мета яких — підвищити ефективність і прозорість ринку цінних паперів.

### 3.5. Біржові фондові індекси

Для якісної оцінки становища ринку цінних паперів і кількісної оцінки його динаміки зручно використовувати індекси, які є індикаторами ринку і відображають макроекономічні процеси. Під час нестабільності в економіці індекси падають, якщо ж спостерігається економічний ріст — індекси ростуть.

Залежно від вибору цінних паперів, інформація про які використовується для обчислення індексу, він може характеризувати фондовий ринок в цілому, ринок груп цінних паперів (ринок державних цінних паперів, ринок облігацій, ринок акцій і т.д.), ринок цінних паперів галузі (транспорту, телекомунікацій, нафтогазового комплексу і т.д.). Зіставлення динаміки поведінки цих індексів дає можливість спостерігати за змінами стану будь-якої галузі стосовно економіки в цілому.

Індекси розроблені для різних фінансових інструментів, таких як акції, боргові цінні папери, іноземна валюта та ін., проте індекси на акції (біржові фондові індекси) є найбільш відомими. *Біржові фондові індекси* є середніми або середньозваженими показниками курсів цінних паперів, (як правило, акцій), що дають уяву про стан і динаміку фондового ринку.

**Біржовий фондовий індекс** — показник, який визначає зведений курс групи лістингових цінних паперів, що котируються на фондовій біржі [5].

Більша половина фондових індексів належить до однієї з двох груп: капіталізовані і цінові індекси.

**Капіталізовані індекси** — це тип індексів, які вимірюють загальну капіталізацію підприємств, цінні папери яких використовуються для розрахунку індексу на конкретну дату. (Капіталізація — це добуток ринкової вартості цінних паперів і їх чисельності, що перебуває в обігу). До капіталізованих індексів належать індекси «Standart and Poors», зведений індекс Нью-Йоркської фондової біржі, індекси газети «Moskow News» тощо.

**Цінові індекси** вираховуються як середнє арифметичне вартості акцій компанії, що входять у базовий список індексу. До цінових індексів відносять індекс Доу-Джонса («DOW-JONES»), індекс фондової біржі у м. Токіо (Японський індекс Nikkei-225), Американської фондової біржі — AMEX та ін.

Біржові індекси є цифровими статистичними показниками, що виражають (у відсотках) послідовні зміни певних явищ і уже понад сто років використовують для інтегральної оцінки стану фінансового ринку. Інвесторів цікавить не лише динаміка цін на акції певної компанії, а й загальна тенденція всього ринку. Саме для цього практично всі біржі мають власні *системи агрегатних індексів*, які відображають **рівень** і динаміку цін на певний пакет акцій. Як правило, цей пакет складається з акцій компаній, що належать до різних галузей промисловості та фінансової сфери. При цьому акції мають входити до *ліс-*

тингу біржі, тобто внесені до переліку цінних паперів, що котируються на фондовій біржі.

Індекс — це відношення порівнюваної величини до певної величини, яку приймають за базу. Кожен індекс має такі **характеристики**:

1. *Список індексу* (набір акцій — представників).

2. *Базисне значення індексу* — це значення на початок розрахунку індексу, тобто на початок базисного періоду. Базою індексу є вибірка підприємств — емітентів, ринкові вартості акцій яких використовуються для розрахунку індексу. Підприємства, що входять до бази індексу, мають визначати розвиток галузі чи економіки в цілому, а також відрізнятися надійністю та стійкістю. Коливання цін на акції цих підприємств мають тісно взаємодіяти з загальними тенденціями зміни ринкових цін.

3. *Статистична база* (дані про кількість акцій, показники фінансової звітності підприємств, емітентів тощо).

4. *Види ваг до курсових вартостей акцій* — це вид зважування, яке може проводитись за ринковою вартістю акцій або за ринковою капіталізацією корпорацій, що входять до бази індексу.

5. *Метод зведення до середнього* (метод усереднення) — це метод використання середніх арифметичних та середніх геометричних вибраних значень.

Біржові індекси іноді розраховуються як середньозважена величина, що визначається з урахуванням не тільки відносних змін, а й абсолютної ціни акцій компаній, які створюють *кошик індексу*. Для того щоб фондовий ринок більш точно відображав об'єктивні процеси на ринку цінних паперів, необхідно правильно використовувати *методику розрахунку фондових індексів*, розглядаючи яку, необхідно відповісти на такі запитання:

- за якими формулами вираховувати фондові індекси;
- яким вимогам має відповідати інформація, що використовується при розрахунку індексу;
- яким чином здійснюється коректування формул для розрахунку індексів у виникненні окремих корпоративних подій.

У світовій практиці використовують чотири *методологічних прийоми* для побудови опосередкованих індексів зміни курсів акцій, що ґрунтуються на розрахунках за відповідний період:

1) темпів зміни середньої арифметичної величини ціни акцій певної кількості вибраних корпорацій (індекс Доу-Джонса);

2) темпів зростання (зниження) середньозваженої (за кількістю акцій в обігу) ціни переважної більшості акцій корпорацій (індекси «Стандарт енд Пурз=S&P та «Уілшир-5000»);

3) середньоарифметичного значення темпів приросту (зниження) цін акцій (Торіх — Японія);

4) середньгеометричного значення темпів зміни цін акцій (індекс «Велью Лайн»).

Зміну значень індексів розглядають як показник попиту на ринку. Зростання чи падіння значення індексу на одному ринку часто впливає на стан попиту на іншому.

Фондові індекси дуже різноманітні, але всі вони узагальнюють ситуацію зі зміною курсової вартості тих чи інших цінних паперів.

#### **Основні риси фондових індексів:**

1) номенклатура цінних паперів (може визначатися як видами цінних паперів, що аналізуються, так і колом емітентів, які відрізняються, наприклад, за родом своєї діяльності або ще за якимись ознаками);

2) спосіб усереднення інформації;

3) курс, що вивчається (купівлі, продажу, середній);

4) база порівняння (якщо порівнюється поточний момент із попереднім, то такий індекс називають *ланцюговим*, якщо за певним часом — *базисним*).

#### **Обмеження у використанні індексів:**

- індекси демонструють лише кількісні зміни, але не відображають якісних аспектів, тобто не розкривають причин, що стоять за зміною цін;
- індекси не зберігають вартості утриманих сум, (не враховують дивіденду);
- потребують періодичного коригування компонентів;
- індексами можна маніпулювати;
- зміни в ринкових цінах акцій, які фіксуються фондовими індексами, приблизно відображають інтенсивність торгівлі акціями на ринку.

Роль фондових індексів виражається у функціях, які вони виконують (рис. 3.9).

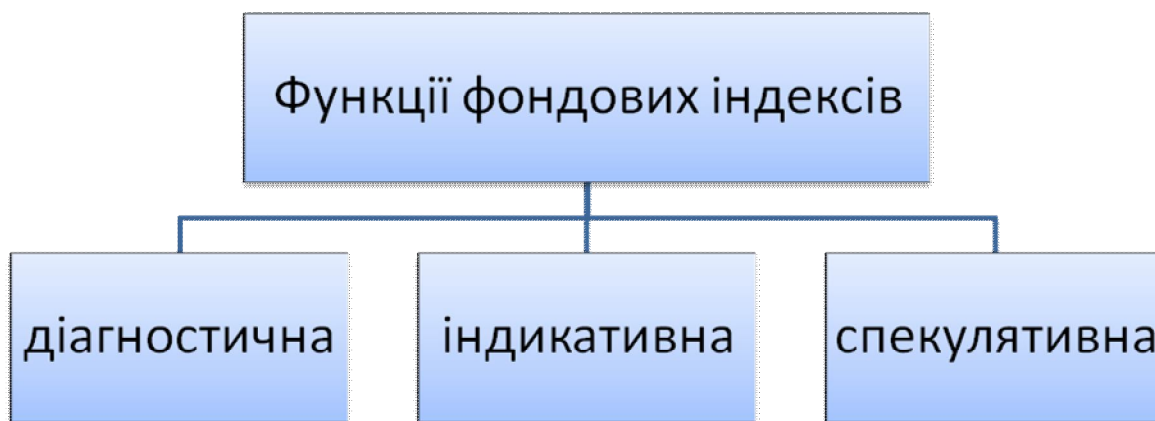


Рис. 3.9. Функції фондових індексів

1) *діагностична* — здатність системи індексів характеризувати стан та динаміку розвитку як національної економіки в цілому, так і окремих її складників.

*Механізм зміни індексу* дуже простий — зростання або зниження рентабельності виробництва в галузі миттєво відображається на котирувальній ціні відповідних акцій, що, у свою чергу, позначається на рівні біржового індексу галузі.

Індекси є засобом демонстрації темпу просування ринку. Вони дають змогу інвесторам і торгівцям бачити тенденції, які складаються на ринку, і простежувати швидкість розвитку цих тенденцій.

Індекси доповнюються спеціальними економічними параметрами: нормою позикового відсотка; станом державного бюджету; співвідношенням торговельного і валютного балансів і входять до системи економічного моніторингу стану національної економіки, тому індекси часто називають *індексами ділової активності*;

2) *індикативна* — передбачає наявність об'єктивної оцінки цінової ситуації на фондовому ринку, яка допомагає:

- ефективно провести аналіз і спрогнозувати як короткострокові, так і довгострокові зміни на ринку цінних паперів;
- вибрати інвестиційні стратегії для великих інституційних інвесторів — пенсійних фондів, страхових та інвестиційних компаній;
- стати орієнтиром при оцінюванні ефективності управління портфелем цінних паперів — розрахувавши динаміку ринкової вартості свого портфеля акцій за будь-який проміжок часу, інвестор може зробити *обґрунтовані висновки*, наскільки вибрана ним стратегія є ефективною (портфельний індекс вищий, нижчий від фондового чи дорівнює йому) та внести корективи у свою поведінку на ринку, якщо це необхідно;

3) *спекулятивна* — проявляється у використанні біржових індексів, як базового активу, при укладанні ф'ючерсних контрактів і купівлі опціонів. Щоб спекулювати на такому ринку, можна взагалі не володіти цінними паперами, укладаючи термінові угоди при зміні значення індексу протягом дня або іншого короткострокового періоду.

За територіальною ознакою *фондові індекси* поділяють на:

- інтернаціональні — характеризують стан світового фінансового ринку або його певні географічні сектори (Європу, Північну Америку, Далекий Схід тощо);
- національні — відображають активність національного ринку акцій;
- секторні — відображають стан певного внутрішнього ринку, наприклад, ринку акцій, що котируються на певній біржі;
- субсекторні — характеризують активність у певній галузі економіки.

Серед найбільших груп індексів можна назвати *національні* (загальноринкові) та *субсекторні* (галузеві) індекси.

Загальноринкові індекси, як правило, охоплюють від 70 до 90 % обсягу капіталізації ринку, за даними якого вони обчислюються.

Важливе значення мають також індекси «*блакитних фішок*», що являють собою показники змін цін на акції невеликої кількості найбільших компаній, обсяг торгівлі якими складає ліву частку того чи іншого ринку.

*Найвідоміші індекси світового фінансового ринку — це:*

- *Індекс Доу-Джонса* — історично перший і найбільш відомий понадбіржовий індекс, запропонований у 1884 р. Чарльзом Х. Доу і Едуардом Д. Джонсом. Розраховується за цінами акцій 12 найбільших американських компаній. З часом на зміну цьому індексу прийшла *система індексів Доу-Джонса*, яка сьогодні є системою 4-х самостійних індексів:
- промислового (Dow-Jones Industrial Average — DJIA);
- транспортного (Dow-Jones Industrial Average — DJTA);
- комунального (Dow-Jones Industrial Average — DJUA);
- комплексного (Dow-Jones Industrial Average — DJVA).

Кожний з цих індексів формується на основі цін на акції компанії — лідерів відповідних галузей економіки. Найбільш відомий із них — *промисловий (Dow-Jones Industrial Average — DJIA)* — розраховується як середня арифметична курсів першокласних акцій 30 найбільш промислових компаній. Реальне значення індикатора Доу-Джонса має сенс тільки тоді, коли порівнюється із значенням за попередній період. Котирується в пунктах (пункт = ~ 2,27 цента) та друкується щоранку в діловій пресі і фіксується на Нью-Йоркській фондовій біржі 7 разів: при відкритті, о 10, 11 годині ранку, о 12, 13, 14 годині дня і після закінчення біржового дня.

*Транспортний індекс Доу-Джонса (Dow-Jones Industrial Average — DJTA)* — це середній показник який характеризує рух цін на акції 20 транспортних корпорацій (авіакомпаній, автомобільних і залізничних компаній).

*Комунальний індекс Доу-Джонса (Dow-Jones Industrial Average — DJUA)* — середній показник руху курсів акцій 15 корпорацій, що займаються газо— та енергопостачанням.

*Комплексний індекс Доу-Джонса (Dow-Jones Industrial Average — DJVA)* — це агрегатний показник, який розраховується на основі промислового, транспортного і комунального індексів. Він відомий під назвою «*Індекс-65*».

Середні індикатори Доу-Джонса користуються найбільшою популярністю, але багато професійних інвесторів віддає перевагу індексам «Стандарт енд пур'з», вважаючи, що вони точніше відображають загальну динаміку курсів на фондовому ринку. До промислового індексу S&P включаються курси акцій 400 промислових фірм; до транспортного — курси акцій 20 транспортних компаній; індекс для електроенергетики і комунального господарства складається з курсів акцій 40 відповідних компаній; до фінансового індексу входять курси 40 акцій фінансових інститутів і, нарешті, у зведеному індексі представлені курси всіх 500 компаній.

На відміну від США, в інших країнах розраховується менше фондових індексів. Частіше діє один фондовий індекс. У Великобританії це індекс Рейтера та Футсі, у Німеч-

чині — індекс «Франкфурте Альгемайне Цайтунг», у Франції — індекс «Каркоран», в Японії — «Ніккей», в Канаді — індекс Торонтської фондової біржі.

Розрахунок індексів ділової активності в Україні доцільно проводити, спираючись на досвід інших країн, які мають багаторічну історію розрахунку таких показників. З початком розвитку вітчизняного фондового ринку спеціалістами робилися спроби використання наявних світових методик і розробки на їх основі власних українських індексів. У таблиці 3.7 наведена порівняльна характеристика українських фондових індексів.

Як свідчать дані таблиці, початком розрахунку фондових індексів, які використовуються і сьогодні, став 1997 рік. Так, на вітчизняному ринку з 1997 року розраховуються дві модифікації фондового індексу КАС 20 — простий і зважений. Методика його розрахунку відповідає світовим стандартам і базується на зміні ринкової капіталізації компаній, які входять до бази індексу. Але першовідкривачами в напрямку розробки власних фондових індексів стали фахівці газети «Фінансова Україна», які прийняли рішення ввести індекс, що відображав би ситуацію на ринку цінних паперів. Таким індикатором став Б-індекс, який обчислювався за групою акцій 10 компаній. Головними критеріями при виборі акцій цих компаній було забезпечення ліквідності протягом останніх двох місяців і, як мінімум, щотижневе котирування акцій. У зв'язку з відсутністю достатньої кількості компаній, акції яких відповідали б наведеним вище критеріям, індекс був введений тимчасово. Спробою розробити власні індикатори стали на початку 90-х років індекси агентства «Гроші Донбасу» (БО-індекс), яке використовувало динаміку курсів 10 цінних паперів у м. Донецьку та АТ «Комекс-Брок» (індекс «Комекс-Брок»), Газета «Бізнес» із 1997 року почала регулярно публікувати фондовий індекс WOOD-15, наданий компанією WOOD&Company. Даний індекс заснований на методології, розробленій Міжнародною фінансовою корпорацією для ринків, що розвиваються, і дає можливість враховувати всі зміни, що відбуваються на ринку, у тому числі злиття і поглинання компаній, банкрутство, внесення нових компаній до бази індексу. Спеціально для портфельних інвесторів з 1 січня 1997 року розраховується індекс КАС-20, який використовує котирування акцій лише 20 підприємств, що дає змогу індексу бути реальним і об'єктивним.

Таблиця 3.7. Порівняльна характеристика українських фондових індексів

Індекси	Компанія, що розраховує	Галузь	К-кість цінних паперів увазі	Методика	База котирування	Періодичність розрахунку	Початок розрахунку
Business Partners	Business Partners	Загальний	4-8	Зваж. середнє	ПФТС	Щотижня	1.08.97
INDEX - SGU	Societe Generale Ukraine	Загальний	Близько 15	Зваж. середнє	ПФТС і власні угоди	Щотижня	1.08.97
ProU - 50	Prospect Investments	Загальний	50	Зваж. середнє	ПФТС телефонний ринок	Щотижня	1.01.97

КАС - галузеві індекси	Альфа-капітал	Металургія, хімічна, енергетична, нафтогазова, машинобудівна	3-Ю	Зваж. середнє	ПФТС	Щоденно	29.08.97
КАС - 20(s)	Альфа-капітал	Загальний	20	Середнє арифметичне	ПФТС	Щоденно	1.01.97
КАС - 20(w)	Альфа - капітал	Загальний	20	Зваж. середнє	ПФТС	Щоденно	9.06.97
ПФТС - індекс	ПФТС	Загальний	20	Зваж. середнє	ПФТС	Щоденно	1.10.97

ДКЦПФР у 2001 році почала розраховувати інтегральний індекс фондового ринку. Він розраховується на основі угод з акціями більше як 100-а підприємств. Іноді ця цифра коливається у межах 123-147 компаній. Операції з купівлі-продажу цінних паперів мають проводитись не менше 10 разів на місяць і, як мінімум, двома торговцями. Таким чином, до індексу не попадають компанії, чії папери взагалі не викликають інтересу в учасників фондового ринку.

В Україні вже існують усі передумови широкого застосування індексного інструментарію. Незважаючи на певну ризикованість вкладання коштів у фондові активи, дедалі більше людей розглядають це як спосіб примноження своїх капіталів. Україна увійшла до індексу Міжнародної фінансової корпорації — IPC Frontier, який існує з 1996 року. Головними умовами внесення країни до списку IPC Frontier є наявність «пристойного» переліку підприємств, які відповідають певним вимогам щодо капіталізації, ліквідності, а також щоденне проведення торгівлі на якому-небудь організованому ринку та наявність мінімальної активності на торговому майданчику. Внесення України до індексу Міжнародної фінансової корпорації слід розглядати як значне досягнення, хоча це лише перший крок назустріч іноземним інституційним інвесторам.

#### 4. Операції з цінними паперами в Національній депозитарній системі

Основи обігу цінних паперів у Національній депозитарній системі та особливості електронного обігу ЦП визначаються Законом України « Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [8].

Для забезпечення надійності угод велике значення має облік переходів прав власності на цінні папери і можливість їхнього швидкого «безготівкового» обертання, порівнянного зі швидкістю обертання безготівкових грошей.

Сучасні цінні папери можуть випускатися і обертатися, про що говорилося раніше, як у документарній формі (у виді сертифікатів акцій), так і в бездокументарній формі — у вигляді записів на електронних рахунках. Форму документарних сертифікатів цінних паперів, порядок їхнього виготовлення і заповнення встановлює Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку своїми нормативними актами.

**Бездокументарна (електронна) форма цінного папера** — це облікові записи, що

здійснюють спеціалізовані депозитарні установи (депозитарії і зберігачі) щодо кількості цінних паперів визначеного виду і випуску, що числяться за конкретним власником. Такі облікові записи здійснюються на «рахунках у цінних паперах», що відкриваються кожному власнику цінних паперів, які обертаються в електронній формі. Подальший рух бездокументарних цінних паперів забезпечується шляхом їхнього списання з рахунка попереднього власника і зарахування на рахунок набувача в його депозитарній установі.

За винятком пред'явницьких документальних цінних паперів, випуск і обертання інших документальних і бездокументарних акцій, облігацій і інвестсертифікатів здійснюється в так званій депозитарній системі. До прямих учасників Національної депозитарної системи України відносяться депозитарії, зберігачі цінних паперів, реєстратори.

**Реєстратори** — це підприємницькі організації, винятковим видом діяльності яких є здійснення на основі договорів з емітентами ведення реєстрів власників іменних цінних паперів документальної форми випуску. Для здійснення своєї діяльності реєстратори повинні одержати ліцензію Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку.

Система реєстру власників того або іншого випуску іменних документальних цінних паперів складається з особових рахунків їхніх власників і власників (зареєстрованих осіб) із указівкою кількості коштовних паперів, що числяться за ними, комплекту журналів, у яких фіксуються всі документи, що надходять реєстратору, запити, зроблені операції, вихідні документи. Усі первинні документи, що служать підставою для зарахування або списання цінних паперів, залишаються в архіві реєстратора.

У міру первинного розподілу й оплати, цінні папери списуються з рахунка емітента і зараховуються на особові рахунки їхніх набувачів. У ході вторинного обертання цінні папери списуються з рахунків попередніх власників і зараховуються на рахунки набувачів на підставі поданих цими особами комплектів документів, у які, як правило, входять: сертифікат самого цінного папера, що належить попередньому власникові; передатне розпорядження попереднього власника про перерахування цінних паперів з його рахунка новому власнику; анкета акціонера (з його основними даними); екземпляр цивільно-правової угоди, на підставі якої здійснюється передача цінних паперів (або інша підстава — наприклад, свідчення про спадкування).

За результатами операцій у реєстрі (у залежності від виду операцій реєстратору дається від 5 до 10 днів на їхнє здійснення), реєстратор видає новому власнику переоформлений на його ім'я сертифікат (колишній сертифікат погашається) або, якщо сертифікати ще не видавалися емітентом, тимчасове свідчення про право власності на акції. Так само сторонам операції видаються виписки про поточний стані їхніх рахунків. Ці виписки не є цінними паперами і не можуть бути самостійним предметом угод.

Якщо цінні папери якої-небудь особи обтяжені зобов'язаннями (передані в заставу, знаходяться під арештом, обмежені в обертанні рішенням суду і інше), реєстратор на підставі відповідних документів блокує їх у системі реєстру.

Роботу з формування реєстру оплачує емітент, а послуги з перереєстрації прав власності оплачують учасники угод з цінними паперами. Ряд недоліків реєстраторського обліку документальних цінних паперів (високі накладні витрати, тривалі терміни переоформлення) покликана перебороти система організації електронного обертання цінних паперів.

**Депозитарії** — це спеціалізовані комерційні організації у формі відкритого АТ, винятковим видом діяльності яких є організація випуску і обертання цінних паперів у бездокументарній формі (з урахуванням прав власності на них), здійснення клірингу і розрахунків за угодами з цими цінними паперами.

**Зберігачі (хоронителі) цінних паперів** — це торговці цінними паперами або ко-

мерційні банки, що, крім основної діяльності, мають дозвіл обслуговувати електронне обертання цінних паперів на рахунках їхніх власників, а так само виконують функцію переказу частини випуску документальних цінних паперів у бездокументарну форму (одночасно забезпечуючи збереження даної частини документальних цінних паперів), при цьому зберігач не може вести реєстр власників цінних паперів, щодо яких він здійснює угоди.

## 4.2. Національна депозитарна система

*Депозитарною* вважається діяльність по наданню послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках (включаючи кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів;

*Депозитарій цінних паперів* (далі - депозитарій) – юридична особа, яка провадить виключно депозитарну діяльність та може здійснювати кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів;

*Національна депозитарна система складається з двох рівнів.*

1. *Нижній рівень* - це зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів.

2. *Верхній рівень* - це Національний депозитарій України (далі - Національний депозитарій) і депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів та здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

*Сферою діяльності Національної депозитарної системи є:*

- стандартизація обліку цінних паперів згідно з міжнародними стандартами;
- уніфікація документообігу щодо операцій з цінними паперами і нумерація цінних паперів, випущених в Україні, згідно з міжнародними стандартами;
- відповідальне зберігання всіх видів цінних паперів як у документарній, так і в бездокументарній формах;
- реальна поставка чи переміщення з рахунку в цінних паперах з одночасною оплатою грошових коштів відповідно до розпоряджень клієнтів;
- акумулювання доходів (дивідендів, процентних виплат та виплат з погашення тощо) щодо цінних паперів, взятих на обслуговування системою, та їх розподіл за рахунками;
- регламентація та обслуговування механізмів позики та застави для цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;
- надання послуг щодо виконання обов'язків номінального утримувача іменних цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;
- розробка, впровадження, обслуговування і підтримка комп'ютеризованих систем обслуговування обігу рахунків у цінних паперах і здійснення грошових виплат, пов'язаних з банківськими та/або з іншими системами грошового клірингу на щоденній чи іншій регулярній основі.

*Юридичні особи, які є учасниками Національної депозитарної системи, здійснюють такі види діяльності:*

- зберігання і обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах та операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів;
- кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів;
- ведення реєстрів власників іменних цінних паперів.

## 4.3. Розрахунково-клірингові установи



Діяльність розрахунково клірингових установ регламентується відповідним Положенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 27 січня 1998 р.

Професійна розрахунково-клірингова діяльність за операціями щодо цінних паперів здійснюється виключно депозитаріями.

*Регламент депозитарія включає:*

- порядок роботи депозитарія щодо здійснення ним професійної розрахунково-клірингової діяльності;
- процедури виконання депозитарієм розрахунково-клірингових операцій;
- обов'язки та права депозитарія та його клієнтів;
- порядок прийому інформації за договорами щодо клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів;
- звітність щодо здійснення депозитарієм розрахунково-клірингових операцій;
- правила депозитарію при проведенні розрахунково-клірингових операцій та порядок внесення змін до цих правил;
- напрями та процедури, що зменшують ризик проведення розрахунково-клірингової діяльності депозитарієм.

Депозитарій відповідно до Регламенту та Порядку проведення розрахунково-клірингових операцій для виконання розрахунків за угодами з цінними паперами може використовувати кліринг, а саме - методи врегулювання взаємних зобов'язань, що передбачають взаємозалік.

Механізм здійснення:

1. Реєстрація угоди на біржі
2. Підтвердження угоди всіма сторонами
3. Передача грошей і цінних паперів від клієнтів до брокерів
4. Передача грошей і цінних паперів брокерами в розрахункову палату біржі
5. Передача цінних паперів розрахунковою палатою в депозитарний центр для їхньої перереєстрації на нового власника
6. Перереєстрація цінних паперів у депозитарії на нового власника
7. Повернення цінних паперів (нових) у розрахункову палату біржі
8. Передача грошей і цінних паперів з розрахункової палати відповідним брокерам
9. Передача брокерами грошей і цінних паперів їхнім новим власникам

Схема організації випуску акцій ВАТ в електронній формі спрощено представлено на рис. 3.10.

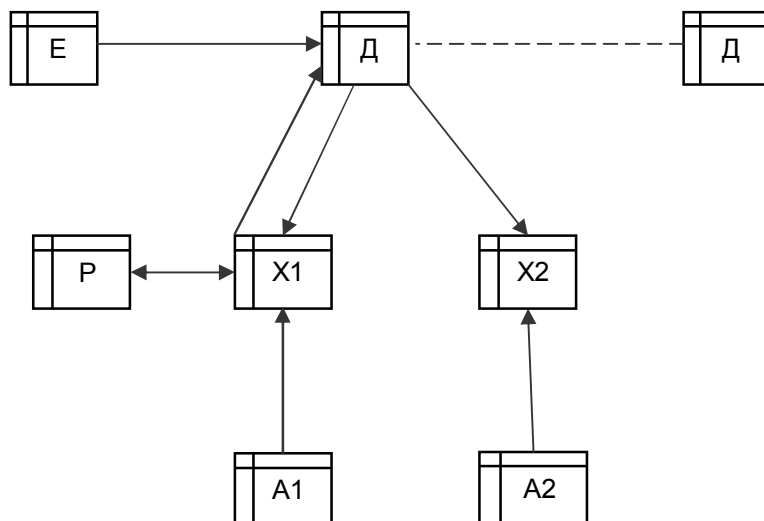


Рис. 3.10. Випуск і обертання бездокументарних цінних паперів

АТ-емітент (Э), прийнявши рішення про випуск акцій у бездокументарній формі і зареєструвавши інформацію про емісію, укладає з депозитарієм (Д) договір про обслуговування емісії.

Депозитарій відкриває емітенту емісійний рахунок, на який зараховує всі призначені до поширення акції. Після підтвердження результатів підписки і в міру повної оплати акцій депозитарій списує акції з рахунка емітента і зараховує на рахунки набувачів у зберігачів. Далі, при перепродажах акцій на вторинному ринку, продавець електронних акцій (А1), у виконання умов угоди, направляє своєму зберігачю (Х1) розпорядження про перерахування акцій з рахунка продавця в його зберігачі на рахунок покупця (А2) у відповідному хоронителі (Хр). Хоронитель (Х1) списує акції з рахунка продавця і відправляє їх через депозитарій на рахунок покупця в його хоронителі (Х2).

Депозитарна система так само дозволяє переводити в електронну форму частину раніше випущених документарних цінних паперів: акціонер передає свої сертифікати документальних акцій зберігачю, який розміщує їх у своїх сховищах (що виключає їхній рух, крім можливості подальшого обертання в документарній формі); одночасно зберігач відкриває власнику сертифікатів рахунок у цінних паперах, на який зараховує ту кількість акцій, що була нерухома; після чого власник рахунка одержує можливість робити операції з даними цінними паперами за правилами електронного обертання. На весь період електронного обертання частини акцій документарного випуску реєстратор (Р) виводить їхнього власника з реєстру акціонерів, а замість нього до реєстру включається зберігач як номінальний власник цих акцій.

При зворотному переказі цінних паперів з електронної форми в документарну зберігач виводиться з реєстру, а до реєстру включають тих осіб, яким належать ці акції за підсумками їхнього електронного обертання.

Депозитарна система дозволяє не тільки передавати цінні папери від попереднього власника до нового, користуючись електронними каналами зв'язку, але і погоджувати їхній рух з надходженням оплати за угодами. Для цього Депозитарій укладає договір з одним з банків, що надалі виконує функції розрахункового банку даного депозитарію. Вимоги до таких банків визначають НБУ та ДКЦПФР [8].

У випадку одиничних угод депозитарій контролює грошові розрахунки за фондовими операціями в такий спосіб (див.рис. 3.11).

1. Відповідно до отриманого розпорядження про перерахування цінних паперів проти платежу, депозитарій через розрахунковий банк (РБ) повідомляє комерційний банк покупця (КБ2) про необхідність перерахування коштів за угодою. Перерахування депозитарієм цінних паперів продавця на рахунок покупця припиняється до одержання підтвердження про надходження оплати (якщо оплата не надходить протягом терміну, визначеного регламентом, депозитарій повертає цінні папери на рахунок продавця в його хоронителі).

2. Покупець здійснює платіж по угоді зі свого рахунка в комерційному банку на рахунок депозитарія в розрахунковому банку (із вказівкою призначення платежу).

3. Одержавши від розрахункового банку підтвердження про надходження грошей, депозитарій переказує цінні папери на рахунок покупця в його хоронителі і дає команду розрахунковому банку перерахувати оплату за угодою на розрахунковий рахунок продавця в його комерційному банку (КБ1). Таким чином, досягається синхронність постачання електронних цінних паперів проти платежу за угодою.

На біржових торгах або при роботі в ТІС між тими самими особами протягом біржового дня може полягати безліч угод, у ході яких у сторін виникають взаємні

зобов'язання і по постачанню цінних паперів, і з їхньої оплати (тому що в різних угодах кожна зі сторін виступає то як продавець, то як покупець). Зустрічну заборгованість, яка виникає за цінні папери, сторони можуть погасити в порядку взаємозаліку, а борг, що залишився після взаємозаліку — грошовим перерахуванням. Така форма врегулювання зобов'язань за угодами з цінними паперами в депозитарній системі називається кліринговими і розрахунками. Розрахунково-кліринговою діяльністю можуть займатися тільки депозитарії, і здійснюється ця діяльність тільки у відношенні угод, що укладаються на організованих ринках (фондових біржах і ТІС).

Схема клірингових взаєморозрахунків реалізується в наступному порядку (рис. 3.11).

1) при необхідності врегулювання зобов'язань взаємозаліком, депозитарій відкриває сторонам угод особливі тимчасові технічні рахунки, що мають у своїй структурі субрахунок за цінними паперами і субрахунок за грошовими зобов'язаннями. На початок і кінець проведення клірингу сума залишків на технічних рахунках сторін повинна дорівнювати нулю.

2) у випадку покупки цінних паперів технічний субрахунок грошових зобов'язань клієнта зменшується, а субрахунок його контрагента збільшується на суму угоди. Одночасно технічний субрахунок за цінними паперами у покупця збільшується, а в його контрагента зменшується на загальну кількість придбаних цінних паперів.

3) технічний субрахунок обліку зобов'язань за цінними паперами ведеться в розрізі випусків цінних паперів. За даними цього субрахунку депозитарій до закінчення клірингу виводить, використовуючи взаємозалік, підсумковий залишок. Залишок може бути як позитивним, так і негативним. У такий же спосіб, з виведенням позитивного або негативного залишку, погашаються взаємні зобов'язання на грошових субрахунках.

4. По закінченні проведення взаємозаліку, з урахуванням залишків на технічних субрахунках, депозитарій передає розрахунковому банку платіжні документи, по яких сторона угод, що має негативний залишок на субрахунку грошових зобов'язань, повинна погасити цей залишок відповідним перерахуванням коштів.

Депозитарій також передає клієнтам, що мають негативний залишок на субрахунку зобов'язань за цінними паперами, повідомлення про необхідність переказу цінних паперів для погашення цього залишку [8].

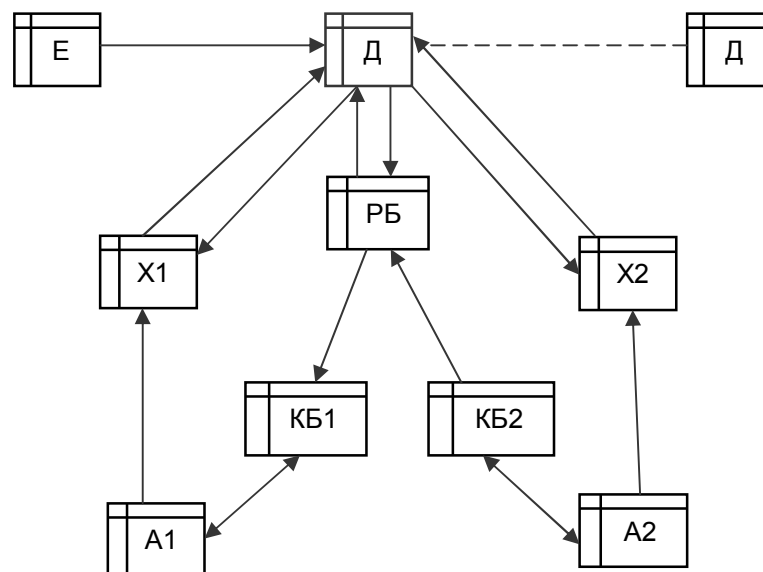


Рис. 3.11. Схема здійснення розрахунково-клірингових депозитарних операцій

Звичайно, приведені вище схеми трохи спрощені, але дають загальне уявлення про принципи електронного обертання цінних паперів. На початок 2010 р. Національна депозитарна система України складалася з 598 реєстраторів, 140 зберігачів, 80 банків, 60 торговців цінними паперами та 1 депозитарію [61].

## 5. Рейтинги фондового ринку

**Рейтинг фондового ринку** — це оцінка позиції об'єкта аналізу за розробленою шкалою показників, яка дозволяє визначити на певну дату стан учасників фондового ринку та встановити їх місце серед інших учасників відповідно враховуючи: їх потенціал, активність, ринкову позицію. Рейтинг у цьому аспекті може виступати орієнтиром, на базі якого буде вибрана стратегія учасника фінансового ринку.

За своєю сутністю рейтинг є аргументованою думкою про здатність та юридичним обов'язком емітента проводити своєчасні виплати по основній частині своїх зобов'язань (цінні папери боргового характеру) та проценти за ними.

**Призначення рейтингу** — проводити ранжування в рамках єдиної системи відносних рівнів ризику боргових цінних паперів та їх емітентів. Таким чином, йдеться про аналіз можливості для емітента отримувати в майбутньому достатні доходи. Але слід пам'ятати, що публікація рейтингу — це не порада купити чи продати той чи інший цінний папір, рейтинг — це «інформація до відома» для інвесторів, які керують портфелями цінних паперів та інших учасників фондового ринку.

Під рейтинг попадають тільки ті цінні папери, за якими емітент несе фіксовані зобов'язання перед інвесторами, так як лише в даному випадку виникає необхідність в оцінці ризиків невиконання даних зобов'язань. Відповідно *об'єктами рейтингу* є облигації (підприємств та муніципальні), привілейовані акції, комерційні папери (незабезпечені цінні папери, серійні фінансові векселі), депозитні та ощадні сертифікати.

Рейтинг оцінює ризик невиконання емітентом своїх зобов'язань, що пов'язані з цінними паперами, та, відповідно, ризик втрат інвесторів основної суми і відсотків (кредитний ризик). Рейтинг не вимірює конкретної величини ризику втрат, не виступає кількісним прогнозом, мірою їх ймовірності. Рейтинг — це лише порівняльна оцінка рівнів ризику за різними цінними паперами, спосіб їх зіставлення між собою за величинами кредитних ризиків.

Виділяють дві основні групи об'єктів рейтингових оцінок фінансового ринку — це *рейтинги цінних паперів* і *фінансових позицій учасників ринку*. У свою чергу, рейтинги цінних паперів диференціюються залежно від їх видів (пайові, боргові, похідні). Рейтинг не вимірює валютного і процентного ризику, ризику ліквідності, а також не дає оцінки майбутнім змінам курсу цінного папера. Будь-яке рейтингове агентство ділить свою шкалу рейтингу між двома класами цінних паперів: цінні папери інвестиційної якості (інвестиційні цінні папери); спекулятивні цінні папери. Кожен із цих класів має свій символ щодо класифікації інвестиційних агентств.

У країнах з розвиненими фондовими ринками широко використовуються рейтингові оцінки акцій та облигацій. Довіра до рейтингів провідних консалтингових фірм дуже висока, тому віднесення цінних паперів до відповідного класу само по собі може впливати на їхню вартість.

У таблицях 3.8-3.10 наведено рейтингові оцінки простих і привілейованих акцій та облигацій провідних рейтингових агентств.

Таблиця 3.8. Рейтингова оцінка простих акцій

Індекс оцінки	Значення індексу
<b>A +</b>	Найвища якість
<b>A</b>	Висока якість
<b>A-</b>	Якість, вища за середню
<b>B +</b>	Середня якість
<b>B</b>	Якість, нижча за середню
<b>B-</b>	Низька якість
<b>C-</b>	Дуже низька якість

Таблиця 3.9. Рейтингова оцінка привілейованих акцій

Індекс оці-	Значення індексу
<b>p +</b>	найвища якість (привілеї захищено надійними гарантантами чи забезпечено високоліквідними активами)
<b>P1</b>	Висока якість (корпорація має високу платоспроможність, активи високоліквідні)
<b>P2</b>	дуже добра якість (доходи компанії та її активи надійні)
<b>P3</b>	добра якість (привілеї захищено, але вони мають тенденцію до зменшення якостей за економічних ускладнень)
<b>P4</b>	помірна якість (існують чинники, що можуть вплинути на спроможність корпорації виплачувати дивіденди)
<b>P5</b>	низька якість (акції є спекулятивними, відсутня впевненість, що компанія виплатить дивіденди)

Таблиця 3.10. Рейтингова оцінка облігацій

Індекс оцінки	Значення індексу
<b>A + +</b>	найвища якість (облігації емітовано потужними національними і транснаціональними компаніями, які визнано лідерами у своїх галузях і які мають бездоганну репутацію щодо виконання зобов'язань перед кредиторамі)
<b>л +</b>	дуже добра якість (такі самі, як облігації A + +, але мають дещо нижче відношення до боргу)
<b>A</b>	добра якість (облігації мають позитивні характеристики, але є уразливими до коливань ринкової кон'юнктури)
<b>B + +</b>	середня якість (облігації є захищеними на момент оцінки, але майбутнє становище емітента не можна впевнено прогнозувати)
<b>в +</b>	якість нижча за середню (покриття боргу активами є недостатнім)
<b>в</b>	низька якість (покриття боргу нижче за мінімальний рівень, немає впевненості, що воно поліпшиться)
<b>с</b>	спекулятивні види облігацій (емітент — молода компанія, немає впевненості в її майбутньому)
<b>о</b>	виплату відсотків припинено, компанія може перебувати в процесі ліквідації
<b>з</b>	рейтинг вилучено

*Емітентам* рейтинги відкривають доступ до ринків відкритих і приватних розміщень капіталу, сприяють розширенню фондового ринку через диверсифікацію джерел капіталу інвесторів і міжнародні ринки, поліпшують умови ціноутворення.

Для *інвесторів*, завдяки належній оцінці, вони є важливими індикаторами капіта-

ловкладень і сприяють підвищенню ліквідності вторинного ринку.

В Україні існує певний досвід складання рейтингів емітентів та їхніх цінних паперів. Однак довіра до таких рейтингів невисока, оскільки за базу розрахунків вимушено береться обмежена та часто недостовірна інформація. Якщо є можливість оперувати достатньою з позицій повноти та вірогідності інформацією, то рейтинг акцій українських підприємств можна подати так, як це наведено в таблиці 3.11.

Таблиця 3.11. Рейтингова оцінка інвестиційних якостей акцій

Рейтинг	Значення рейтингу	Характеристика акцій (підприємства)
1 Ранг	найвища інвестиційна привабливість	підприємство є визнаним лідером у галузі і має високі стабільні прибутки; ризик інвестування мінімальний
2 Ранг	висока інвестиційна привабливість	акції майже такі, як акції найвищої інвестиційної привабливості, але показники й перспективи діяльності дещо гірші, ніж у дилерів
3 Ранг	інвестиційна привабливість вища за середню	акції мають сприятливі характеристики для інвестування, ці характеристики можуть погіршати в періоди зміни кон'юнктури
4 Ранг	середня інвестиційна привабливість	акції мають середні характеристики, які можуть ще погіршати під впливом несприятливих чинників зовнішнього середовища та внутрішніх чинників виробництва
5 Ранг	інвестиційна привабливість нижча за середню	інвестиційні якості акцій нижчі за середні, підприємство має істотні проблеми з технологіями, менеджментом тощо
6 Ранг	інвестиційна привабливість низька	підприємство має погані перспективи: прибутки дуже низькі або й відсутні, технології застарілі, менеджмент неефективний
7 Ранг	акції є інвестиційно не привабливими	підприємство втрачає або вже втратило ринок (є банкрутом)

Для розвитку і біржового і позабіржового ринків, щоб не повторювати шляху спроб і помилок, які пройшли у своєму розвитку інші держави, Україна має можливість використовувати досвід кращих ринків європейських і світових розвинутих країн. Для цього в країні створені належні організаційні, матеріально-технічні та практичні передумови.

## Рекомендації до розв'язання задач

### А. Основні формули, які використовуються у розв'язанні:

**1. За акціями.** Ціна (Ц) акції (А) перебуває у функціональній залежності від доходу і дохідності. Дохідність є відношення доходу до ціни, а сам дохід складається з двох складових: виплати дивідендів і курсової різниці (можливість продати акцію дорожче, ніж її було куплено).

Дохідність від дивідендів = дивіденди Д / Ц купівлі акції.

Дохідність від продажу = (Цпродажу — Ц купівлі) / Ц купівлі.

$$\text{Ціна акції} = \text{Д} / \text{Д}_p,$$

де Д — дивіденд;

Д<sub>p</sub> — дохідність ринку.

$$\text{Ціна акції} = \frac{\text{річний дивідент на привилейовану акцію}}{\text{облікова ставка (дисконтна ставка)}}$$

Ціна акції =  $D / D_p$  — приріст доходу.

Ціна акції (звичайна) =  $D / \text{ставка доходу від акції}$ .

Ціна акції (з постійним приростом) =  $D / (\text{ставка доходу} - \text{приріст } D)$ .

$$\text{Ціна акції номінальна} = SK / N,$$

де SK - статутний капітал;

N - кількість випущених акцій.

$$\text{Курс акції} = (C_p / C_n) \times 100,$$

де  $C_p$  — ціна ринкова;  $C_n$  — ціна номінальна.

**2. За облігаціями.** Облігації — це один з видів боргових цінних паперів, що підтверджують наявність кредиторсько-дебіторських взаємовідносин між емітентом і власником облігацій. У цих взаємовідносинах емітент є позичальником грошей, а власник облігації — кредитором.

*Номінальна ціна облігації:*

$$C_{н.о} = Z / N$$

де Z - сума позики всіх боргових зобов'язань;

N — кількість емітованих облігацій.

*Поточний (купонний) річний дохід за облігацією:*

$$D_{к.о} = I_k \times C_{н.о}$$

де  $I_k$  - норма прибутковості (купонна річна відсоткова ставка);

$C_{н.о}$  — номінальна ціна облігації.

### 3. За вексями.

*Ціна векся:*

$$C_v = H_v - B_{зн},$$

де  $H_v$  — номінальна ціна векся;

$B_{зн}$  — вартість знижки (дисконту).

*Вартість знижки, яка використовується для розрахунку ціни векся:*

$$B_{зн} = H_v \times Z_{пр} \times T_d / n,$$

де  $Z_{пр}$  — прибуткова знижка (облікова ставка);

$T_d$  — тривалість дії векся;

n — тривалість року в днях.

### 4. За казначейськими зобов'язаннями.

*Дохідність державних казначейських зобов'язань в Україні розраховується за формулою:*

$$D_{кз} = \frac{(100 - p)}{p} \times \frac{365}{t} 100\%$$

де  $D_{кз}$  — дохідність казначейського зобов'язання у відсотках річних;

p — ціна казначейського зобов'язання у відсотках від номіналу;

100 — номінал казначейського зобов'язання у відсотках;

t — строк до погашення, днів.

### 5. За опціонами, ф'ючерсами, форвардами.

Вартість похідних цінних паперів визначається залежно від динаміки вар тості фі-

нансових активів, що лежать у їхній основі. Основними видами опціонів є «права», варантний опціони «пут» і «кол».

*Вартість одного акціонерного «права»* може бути визначена за формулою:

$$W_p = (P_n - P_{n-1}) / N$$

де  $W_p$  — вартість акціонерного «права»;

$P_n$  — курс акцій нового випуску;

$P_{n-1}$  — курс акцій старого випуску;

$N$  — кількість «прав», необхідних для купівлі однієї акції.

*Вартість варанта* визначається за формулою:

$$W_v = (K_a - K_v) \times N$$

де  $W_v$  — вартість варанта;

$K_a$  — переважний ринковий курс акцій;

$K_v$  — курс виконання;

$N$  — кількість акцій, що можуть бути куплені на один варант.

Для розрахунку вартості опціонів «пут» і «кол» використовуються дві схожі формули.

*Вартість опціону «кол»:*

$$Ц_{окл} = (K_{P_{окл}} - K_{B_{окл}}) \times 100,$$

де  $K_{P_{окл}}$  — ринковий курс фінансового активу, що є в основі опціону «кол»;

$K_{B_{окл}}$  — курс виконання опціону «кол».

*Вартість опціону «пут»:*

$$Ц_{опт} = (K_{B_{опт}} - K_{P_{опт}}) \times 100,$$

де  $K_{P_{опт}}$  — ринковий курс фінансового активу, що є в основі опціону «пут»;

$K_{B_{опт}}$  — курс виконання опціону «пут».

Величина опціонної премії опціону «кол» обчислюється шляхом помноження його котирувальної ціни на кількість опціонів у лоті, що відповідає розмірові лота фінансового активу, що лежить у його основі:

*Опціонна премія опціону «кол»:*

$$ПР_{окл} = CL \times 100$$

де  $CL$  (Calls-Last) — котирувальна ціна опціону «кол».

Величина опціонної премії опціону «пут» обчислюється аналогічно шляхом помноження його котирувальної ціни на кількість опціонів у лоті, що відповідає розмірові лота фінансового активу, що лежить у його основі:

*Опціонна премія опціону «пут»:*

$$ПР_{опт} = PL \times 100,$$

де  $PL$  (Puts-Last) — котирувальна ціна опціону «пут».

Інвестиційна премія показує надлишкову вартість, яка пов'язана з котирувальною ціною опціону, і яка має свій розрахунок.

*Інвестиційна премія на опціон:*

$$ПР_{інв} = (Ц_{опц} - ПР_{опц}) / Ц_{опц} \times 100$$

де  $Ц_{опц}$  — ціна опціону;



PR<sub>опц</sub> — величина опціонної премії.

*Точка беззбитковості* для опціону «кол» розраховується за формулою:

$$КР_{окл} = KB_{окл} + PR_{опц}/100$$

де КР<sub>окл</sub> — ринковий курс фінансового активу, що лежить в основі опціону «кол», що забезпечує відсутність збитків з опціону;

KB<sub>окл</sub> — курс виконання опціону «кол»;

PR<sub>опц</sub> — величина опціонної премії.

*Точка беззбитковості* для опціону «пут»:

$$КР_{опт} = KB_{опт} + PR_{опц}/100$$

де КР<sub>опт</sub> — ринковий курс фінансового активу, що лежить в основі опціону «пут», що забезпечує відсутність збитків з опціону;

KB<sub>опт</sub> — курс виконання опціону «пут»;

PR<sub>опц</sub> — величина опціонної премії.

*Премія продавця опціону:*

$$PR_{пр} = N / Ц_{опц}$$

де N — кількість акцій для продажу;

Ц<sub>опц</sub> — ціна опціону.

*Премія інвестора, який купив опціони на продаж акцій:*

$$PR_{інв} = (Ц_{ак} - Ц_{вик}) \times N - (Ц_{опц} \times N),$$

де Ц<sub>ак</sub> — ціна акції під час продажу;

Ц<sub>вик</sub> — ціна використання.

*Внутрішня вартість опціону:*

$$BO_{внутр} = Ц_{ак п} - Ц_{вик}$$

Де Ц<sub>ак п</sub> — поточний курс купівлі акції;

Ц<sub>вик</sub> — ціна використання.

*Часова вартість опціону:*

$$ВЧ_{опц} = PR - BO_{внутр}$$

де PR — премія, сплачена за опціон;

BO<sub>внутр</sub> — внутрішня вартість опціону.

*Ліверидж ф'ючерсного контракту :*

$$Лф.к = (В_{кп} - В_{к}) / Д,$$

де В<sub>кп</sub> — поточна вартість контракту;

В<sub>к</sub> — вартість контракту під час купівлі;

Д — вартість депозиту (дивіденд).

*Фінансовий результат при використанні цін спот і форвардній:*

$$ФР = (Цф - Цс) \times N - Цфу \times N$$

де ФР — фінансовий результат;  
 Цф — форвардна ціна;  
 Цс — ціна спот;  
 N — маса (кількість) контракту;  
 Цфу — ціна форвардної угоди.

*Ціна ф'ючерсна:*

$$C_{фч} = C_c + C_{зб} + C_{стр} + K$$

де Цзб — ціна зберігання;  
 Цстр — ціна страхування;  
 K — сума процентів за кредит.

*Рентабельність операції з урахуванням вартості товару під час купівлі та поточної вартості:*

$$P_o = \frac{(B_{п} - B_{к}) \times 100}{D}$$

де  $B_{п}$  — вартість товару поточна;  
 $B_{к}$  — вартість товару під час купівлі;  
 D — дивіденд (інвестиційний капітал, депозит).

*Дисконт (премія) при курсах спот і форвард:*

$$D(\Pi)_{сф} = \frac{F - S}{S} \times \frac{12}{n}$$

де F — курс форвард;  
 S — курс спот;  
 n — кількість місяців до поставки за форвардною угодою.  
*Фактична маржа розраховується:*

$$M_{ф} = \frac{\text{Поточна ринкова вартість активів} - \text{Залучені кошти}}{\text{Поточна ринкова вартість активів}}$$

## 6. Розрахункова вартість цінного папера ІСІ:

- *акцій, інвестиційних сертифікатів* — визначається як результат ділення загальної вартості чистих активів ІСІ на кількість цінних паперів ІСІ, що перебувають в обігу на дату проведення розрахунку;
- *акцій, інвестиційних сертифікатів, що купуються інвесторами* — визначається виходячи з розрахункової вартості цінного папера, що встановлюється на день подання інвестором заявки на придбання цінних паперів ІСІ, у якій зазначається кількість цінних паперів ІСІ, що купуються інвестором;
- *акцій, інвестиційних сертифікатів, що викуповуються ІСІ у інвесторів* — визначається, виходячи з розрахункової вартості цінного папера, що встановлена на день подання інвестором заявки на викуп цінних паперів ІСІ, у якій зазначається кількість цінних паперів ІСІ, що пропонуються до викупу.

## Б. Визначення основних показників акцій та облігацій окремих корпорацій

*Капіталізована вартість акцій ( $K_{вм.}$ )* — визначає ринкову вартість акцій акціонерного товариства:

$$K_{вм.} = Q \times A_p$$

де  $Q$  — кількість емітованих акцій;  
 $A_p$  — ринкова вартість акцій.

*Балансова вартість однієї акції ( $A_b$ )* — є бухгалтерським підтвердженням забезпеченості емітованої акції капіталом АТ:

$$A_b = (K_a + P)/Q,$$

де  $K_a$  — балансова вартість акціонерного капіталу;  
 $P$  — розмір страхового (резервного) фонду).

*Співвідношення ринкової і балансової вартості акцій ( $C_a$ )* — це узагальнюючий показник, що свідчить про успіх (невдачу) корпорації:

$$C_a = A_p / A_b$$

*Коефіцієнт «ціна — дохід» ( $K_{ц/д}$ )* — характеризує зв'язок між ринковою вартістю акції і доходом, що вона приносить. Якщо порівняти цей показник стосовно акцій кількох підприємств, найбільш інвестиційно привабливими будуть акції з найменшим коефіцієнтом:

$$K_{ц/д} = A_p / \Pi_a,$$

де  $\Pi_a$  — прибуток на акцію.

*Коефіцієнт платіжності ( $K_{пл.}$ )* — свідчить, яка частка прибутку спрямовується на виплату дивідендів:

$$K_{aa.} = D / \Pi_a.$$

*Коефіцієнт ліквідності акцій ( $K_{л.}$ )* — характеризує можливість продажу акцій конкретного емітента:

$$K_{л.} = \frac{V_{проп}}{V_{прод}}$$

де  $V_{проп}$  — загальний обсяг пропозиції акцій;

$V_{прод}$  — реальний обсяг продажу акцій.

*Коефіцієнт «пропозиції — попиту» ( $K_{п/п}$ )* — свідчить про співвідношення цін пропозиції та попиту:

$$K_{п/п} = C_{проп} / C_{попиту}$$

де  $C_{проп}$  — ціна пропозиції акцій;

$C_{попиту}$  — ціна попиту на акції.

*Коефіцієнт обігу акцій ( $K_{об}$ )* — дає змогу визначити обсяг обігу акцій конкретного емітента і є різновидом показників ліквідності:

$$K_{об} = V_{прод} / K_{aa.}$$

Для характеристики якостей *облігацій* використовуються такі показники:

*Прямий дохід на облігацію* — визначає залежність доходу на облігацію від норми відсотка та її ринкової вартості:

$$D_o = N_{пр} \times O_n / O_p,$$

де  $N_{пр}$  — норма відсотка;

$O_n$  — номінальна вартість облигації;

$O_p$  — ринкова вартість облигації.

*Ціна конверсії* ( $\Pi_k$ ) — ціна, за якою облигація може бути конвертована в акцію.

*Конверсійна премія* ( $\Pi_k$ ) — характеризує вигоди (збитки) інвестора за конвертації облигації в акції:

$$\Pi_k = A_{p.k} - \Pi_k$$

де  $A_{p.k}$  — ринкова вартість акції на момент випуску конвертованої облигації;

$\Pi_k$  — ціна конверсії.

*Коефіцієнт конверсії* ( $K_k$ ) — показує кількість акцій, що їх отримано в обмін на конвертовану облигацію:

$$K_k = O_{n.k} / \Pi_k$$

де  $O_{n.k}$  — номінальна вартість конвертованої облигації;

$\Pi_k$  — ціна конверсії.

*Показник повного доходу від капіталу* ( $D_{повн.кап}$ ) — узагальнює всі доходи й збитки за акціями:

$$D_{повн.кап} = \frac{(D + \Pi_k - \Pi_{п}) \times 100\%}{\Pi_{п}}$$

де  $D$  — розмір нарахованого дивіденду;

$\Pi_k$  — ринкова вартість акції на кінець року, грн;

$\Pi_{п}$  — ринкова вартість акції на початок року, грн.

*Ставка доходу за акціями (теорія МОКА) =*

$$R_b + \beta(M(R_b) - R_b)$$

де  $R_b$  — безризикова процентна ставка;

$M(R_b)$  — середня ринкова ставка;

$\beta$  — коефіцієнт бета корпорації.

*Ціна капіталу з урахуванням ризиків:*

$$R_i = R_j + IP + DRP + LP + MP$$

де  $R_j$  — номінальна ставка;

$IP$  — ризик за можливий дефолт;

$DRP$  — премія за ризик;

$LP$  — премія за ліквідність;

$MP$  — премія за строковість.

*Вартість конвертованої облигації:*

$$B_{o.k} = O_p \times K_k$$

де  $O_p$  — поточна ринкова вартість акції;

$K_k$  — коефіцієнт конверсії.

*Прямий дохід на облигацію* ( $D_0$ ) — визначає залежність доходу на облигацію від норми відсотка та її ринкової вартості:

$$D_{\text{в}} = \frac{H_{\text{пр}} - O_{\text{н}}}{O_{\text{р}}}$$

де  $H_{\text{пр}}$  — норма відсотка;  
 $O_{\text{н}}$  — номінальна вартість облігації, грн;  
 $O_{\text{р}}$  — ринкова вартість облігації, грн.

*Нарощена сума боргу* (при простих відсотках):  

$$C_{\text{н}} = C_0(1+pn),$$

де  $C_0$  — сума позики (первинна сума);  
 $p$  — процентна ставка;  
 $n$  — період нарахування, роки.  
 $C_{\text{н}} = C_0[(1+p(m/12))]$ , де  $m$  — період нарахування, місяці.  
 $C_{\text{н}} = C_0 [(1 + p (d/360))]$ , де  $d$  — період нарахування, дні.

*Нарощена сума боргу* (при складних відсотках, коли термін погашення більше року):

$$C_{\text{н}} = C_0(1+s)^n$$

де  $s$  — ставка складних річних відсотків;  
 $n$  — період нарахування, роки.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ТА РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

### Законодавчі та нормативні документи

1. *Конституція України* // Закони України: В 12 т. — Т. 10. — С. 5-40.
2. *Інструкція про порядок регулювання та аналіз діяльності комерційних банків*: Затв. постановою правління НБУ від 28 серпня 2001р. № 368.
3. *Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами*: Рішення ДКЦПФР від 12.12. 2006р., № 1449.
4. *Положення про депозитарну діяльність*: Затв. рішенням Держ. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17 жовт. 2006 р., № 999.
5. *Положення про функціонування фондових бірж*: Затв. рішенням Держ. комісії з цінних паперів і фондового ринку від 19 груд. 2006 р., №1542.
6. *Положення про придбання, реалізацію та анулювання акціонерними товариствами власних акцій*: Затв. рішенням Держ. Комісії з цінних паперів та фондового ринку від 19 квіт. 2000 р., № 42 //www.nbu.gov.ua.
7. *Положення про державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг України*: Затв. Указом Президента України від 4 квіт. 2003 р., № 292/2003.
8. *Положення про саморегульовану організацію ринку цінних паперів*: Затв. наказом Держ. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 листоп. 1997 р. № 45 // www.ssmc.kiev.ua.
9. *Про банки і банківську діяльність*: Закон України від 7 грудня 2000 р., № 2121-Ш, //Уряд, кур'єр від 17 січня 2001 року.
10. *Про господарські товариства*: Закон України від 19 верес. 1991 р., № 1576-ХП // Закони України: В 12 т. — Т. 2. — С. 189-212.

11. *Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні*: Закон України від 30 жовт. 1996 р. № 448/96-ВР // Закони України: В 12 т.— ТІІ. — С. 177-188.
12. *Про державну комісію з цінних паперів та фондового ринку*: Указ Президента України // Уряд, кур'єр. — 1995. — 20 черв.
13. *Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)*: Закон України від 15 берез. 2001 р. № 2299-ІІІ. // Цінні папери України. — 2001. — № 18. — С. 11-22.
14. *Про концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України*: Постанова Верховної Ради України від 22 верес. 1995 р. № 342/95-ВР // Голос України. — 1995. — 31 жовт.
15. *Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні*: Закон України від 10 груд. 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості ВРУ № 15. — 1997 р. — С. 67.
16. *Про обіг векселів в Україні*: Закон України від 5 квіт. 2001 р. № 2374-ІІІ // Цінні папери України. — 2001. — № 21. — С. 9-28.
17. *Про підприємництво*: Закон України від 7 лют. 1991 р., № 698— ХП// Закони України: В 12 т. — Т.1. — С. 91 — 201.
18. *Про приватизаційні папери*: Закон України від 6 берез. 1992 р., № 2173-ХІІ // Закони України: В 12 т. — Т.2. — С. 98-223.
19. *Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг*: Закон України від 12 серп. 2001, № 9742 // Офіц. вісник України. — 2001. — № 10.
20. *Про цінні папери і фондовий ринок*: Закон України від 23 лют. 2006 р. — № 3480-ІУ.

#### **Підручники (посібники)**

21. *Вексельний обіг в Україні*: Законодавство, коментарі, роз'яснення, практика судів, зразки документів / Упоряд., коментарі О.М. Єфімова. — 2003. — (Сер. «Юридична бібліотека»).
22. *Внукова Н.М., Грачов В.І., Кузьминчук Н.В.* Ринок фінансових послуг: Навч.-метод, посіб. для самост. вивч. дисц. — Х.: ВД «ІНЖЕК», 2004.
23. *Гаршина О.К.* Цінні папери: Навч. посіб. — К: Видавн. дім «Слово», 2004.
24. *Говорушко Т.А.* Страхові послуги. Навч. посіб. — К.: Центр навчальної літератури, 2005.
25. *Говорушко Т.А., Тимченко О.І.* Малий бізнес. Навч. посіб. — К.: Центр навчальної літератури, 2006.
26. *Демківський А.В.* Гроші та кредит. Навч. посіб. — К.: Дакор, 2007.
27. *Дудяк Р.П., Бугіль С.Я.* Організація біржової діяльності: основи теорії і практикум: Навч. посіб. — 2-ге вид., доп. — Л.: Новий світ — 2000: Магнолія плюс, 2003.
28. *Еш С.М.* Фінансовий ринок. Курс лекцій. — К.: НУХТ, 2007.
29. *Еш С.М.* Методичні вказівки до вивчення дисципліни та виконання контрольної роботи з дисципліни «Фінансовий ринок». — К.: НУХТ, 2006.
30. *Калина А.В., Коцєєв О.О.* Фондовий ринок: Навч. посіб. для дистанційного навчання / К.: Вид-во «Університет «Україна», 2006.
31. *Колісник М.К., Маслак О.О., Романів С.М.* Фінансовий ринок: Навч. посіб. — Л.: Вид-во Нац. ун-ту «Львівська політехніка», 2004.
32. *Крамаренко В.І.* Біржова діяльність: Навч. посіб. — К: ЦУЛ, 2003.
33. *Маслова С.О., Опалов О.А.* Фінансовий ринок: Навч. посіб. — 2-е вид., випр. — К.: Каравела, 2003.
34. *Мозговий О.М.* Фондовий ринок: Навч.-метод, посіб. для самост. вивч. дисц. — К: КНЕУ, 2001.
35. *Павлов В.І., Пилипенко І.І., Кривов'язюк І.В.* Цінні папери в Україні: Навч. посіб. — 2-е вид., доп. — К: Кондор, 2004.

36. *Пасічник В.Г., Акіліна О.В.* Ринок цінних паперів: Навч. посіб. — К: Центр навч. літ., 2005.
37. *Ринок фінансових послуг:* Навч. посіб. /М.А. Коваленко, Л.М. Радванська, Н.В. Лобанова, Г.М. Швороб. — Херсон: Олді-плюс, 2004.
38. *Смолянська О.Ю.* Фінансовий ринок: Навч. посіб. — К.: Центр навч. літ., 2005.
39. *Солодкий М.О.* Біржовий ринок: Навч. посіб. — 2-ге вид., випр. — К.: Джерела М, 2002.
40. *Сохацька О.М.* Біржова справа: Підруч. — Т.: Карт-бланш, 2003.
40. *Ходаківська В.П., Беляєв В.В.* Ринок фінансових послуг: теорія і практика: Навч. посіб. — К: ЦУЛ, 2002.
41. *Шелудько В.М.* Фінансовий ринок: Навч. посіб. — 3-тє вид., випр. і доп. — К: Знання-Прес, 2008.

#### **Додаткова**

42. *Банківський огляд №№ 18-27* // Інформаційне агентство «Українські новини» // [www.ukranews.com](http://www.ukranews.com).
43. *Гончаренко В.В.* Кредитна кооперація. Форми економічної самопомоги сільського і міського населення у світі та в Україні (теорія, методологія, практика). — К: Глобус, 1998.
44. *Гроші та кредит:* Підруч. — 3-є вид., перероб. і доп. / М.І. Савлук, А.М. Мороз, М.Ф. Пудовкіна та ін.; За заг. ред. М.І. Савлука. — К.: КНЕУ, 2002.
45. *Ромашко О.Ю.* Регулювання міжнародних фондових ринків: Навч. посіб. — К: КНЕУ, 2000.
46. *Сохацька О.М.* Ф'ючерсні ринки: історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. — Т.: Карт-бланш, 1999.
47. *Тьюлз Дж. Т., Брздли З.С, Тьюлз Т.М.* Фондовий рьшок: Универсал. учеб: Пер. с англ. — М: ИНФРА-М, 2000