

Фондовый рынок (Мозговий О.)

[Конвертовано сайтом javalibre.com.ua]

Мозговий О. М. Фондовий ринок ЗМІСТ Замість переднього слова 5 Розділ 1. Вступ до теорії фондового ринку 6 1.1. Фондовий ринок у системі ринків 6 1.2. 3 історії фондового ринку 12 1.3. Предмет торгівлі 17 1.4. Учасники торгівлі 20 1.5. Процес торгівлі 24 Розділ 2. Цінні папери 27 2.1. Класифікація цінних паперів 27 2.2. Акції 35 2.2.1. Характеристика акцій 35 2.2.2. Різновиди акцій 41 2.3. Облігації 45 2.3.1. Характеристика облігацій 45 2.3.2. Різновиди облігацій 51 2.4. Похідні цінні папери 58 2.4.1. Ф'ючерси 58 2.4.2. Опціони 64 2.4.3. Хеджування 74 2.4.4. Комбінації з опціонами 79 Розділ 3. Технологія фондового ринку 89 3.1. Професіонали на фондовому ринку 89 3.1.1. Емісія цінних паперів та їх реєстрація 89 3.1.2. Депозитарій та кліринг 100 3.1.3. Торгівля та управління цінними паперами 105 3.1.4. Спільне інвестування 110 3.2. Фондова біржа 113 3.2.1. Статус фондової біржі 113 3.2.2. Котирування цінних паперів 118 3.2.3. Фондові операції на біржі 124 3.3. Позабіржовий ринок 133 3.3.1. Організація позабіржового обігу цінних паперів 133 3.3.2. Торговельно-інформаційні системи 137 Розділ 4. Обґрунтування рішень 141 4.1. Методи обґрунтування 141 4.1.1. Прийняття рішень (загальна схема) 141 4.1.2. Критерії обґрунтування 146 4.1.3. Економічний ефект 150 4.1.4. Оцінка надійності 153 4.1.5. Бізнес-план 162 4.2. Аналіз фінансового стану емітента 164 4.2.1. Структура й методи аналізу 164 4.2.2. Відносні показники 170 Розділ 5. Системний підхід до вирішення проблем розвитку фондового ринку 179 5.1. Теоретичні передумови системного підходу 179 5.2. Методологічні питання систематизації та моделювання цінних паперів 187 Розділ 6. Державне регламентування фондового ринку України 195 6.1. Засади положення 195 6.1.1. Фондова політика 195 6.1.2. Інформаційний простір фондового ринку 200 6.2. Механізм регулювання 206 6.2.1. Законодавча та адміністративна системи 206 6.2.2. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку 211 6.2.3. Контрольна функція держави 214 Література 220

Додатки 223

ВСТУП ДО ТЕОРІЇ ФОНДОВОГО РИНКУ 1.1 Фондовий ринок у системі ринків У старій енциклопедії Брокгауза та Єфрона є таке визначення: “З найдавніших часів у всіх культурних народів усюди, де з’являлися ... потреби зосередити продаж продуктів щоденного вжитку в одному або кількох центральних пунктах, створювався ринок, куди на визначений час сходилися продавці й покупці”. Термін “ринок” з часом набув ширшого значення, і тепер цим терміном називають систему товарно-грошових відносин виробників і споживачів матеріальних благ і послуг. Натуральне господарство не потребує ринків. З розвитком цивілізації і поділу праці обмін продуктами праці, торгівля стають су-спільною необхідністю. З’являються ринки окремих видів товарів, регіональні ринки, світовий ринок. Прихильники ринкових відносин стверджують, що ринок — це не менш важливий винахід, ніж паровий двигун, чи космічний корабель. Цілком погоджуючись із таким визначенням, нагадаємо, однак, що ринок — це передовсім явище об’єктивне, і його появу було зумовлено не стільки винахідливістю людини, скільки природною потребою. Ринок може функціонувати нормально лише тоді, коли виконуються принаймні дві основні умови. Перша: учасники ринку є цілком вільними в своїх діях щодо купівлі-продажу товарів. Друга: продавців і покупців має бути достатньо для того, щоб кожний з учасників ринку міг вільно вибрати партнера, інакше кажучи, щоб підтримувалося конкурентне середовище. Докладнішу логічну схему ринкових зв’язків показано на рис. 1. Приватна власність зумовлює особисту заінтересованість виробника, прийняття ним відповідних рішень, підвищення

особистої відповідальності. Наявність великої кількості виробників забезпечує ринкову конкуренцію. Відомий німецький економіст Людвіг Ерхард писав, що “підприємець не може зробити нічого ліпшого, ніж показати себе готовим до відповідальності, а не шукати захисту в колективі, не бігти в картелі”. Усі ці фактори сприяють виявленню ініціативи, підприємництва, без чого прогрес неможливий. Крім того, ринкова конкуренція формує рин- Рис. 1. Логічна схема причинно-наслідкових зв'язків у ринковій системі кові ціни. Нагадаємо ще один вислів Людвіга Ерхарда: “Хто хоче виключити функцію вільної ціни, той убиває конкуренцію і сприяє заморожуванню економіки. Існує тільки одна “правильна” і допустима ціна, котра не може бути обчислена абстрактно. Вона формується внаслідок урівноважування цін на вільному ринку. Будь-яке інше тлумачення феномена цін призводить до непорозумінь”. Вільна ініціатива, у свою чергу, є найпершим чинником вивчення потреб ринку і створення балансу попиту і пропонування, чинником впровадження нових технологій і вдосконалення організації виробництва, що сприяє підвищенню якості продукції, зростанню продуктивності праці, економії виробничих ресурсів. Так досягається кінцева мета — виробляти те, що продається, а не продавати те, що виробляється. Властивість ринку самонастроюватися забезпечує автоматичне встановлення й підтримування необхідних пропорцій виробництва і споживання. Жодні штучні системи контролю не можуть того, що може ринок: дати справжню оцінку товару і визначити, наскільки він потрібен. Можна виписати будь-які сертифікати з печатками щодо чудових властивостей товару, але справжню його оцінку зробить лише ринок. Переваги ринкової (тобто нормальної, природної) економіки підтверджує світова практика. Але навіть на сонці є плями. Ринок, неконтрольований суспільством, призводить до монополізму, до надмірного майнового розшарування населення, безробіття та соціальної напруженості. Ці вади особливо помітні в перехідні періоди. Ринок не може залишатися безконтрольним. Фондовий ринок — це також ринок, з усіма його позитивними й негативними якостями. Зрозуміло, що фондовому ринку притаманні й власні специфічні риси. Словом “фонд” широко користуються для визначення різних за змістом економічних понять, але найчастіше — для визначення суми грошових або матеріальних цінностей, що мають цільове призначення (основні та оборотні фонди, фонд заробітної плати, фонд розвитку виробництва, фонд накопичення, амортизаційний фонд, пенсійний фонд тощо). Так само називають і сукупність цінних паперів. Відтак ринок, на якому обертаються (продаються й купуються) цінні папери, називається фондовим. Латинське *fundus*, французьке *fond* — це підстава, ґрунт. Понад триста років тому цей термін запозичила економіка. Спочатку його застосовували як назву капіталу, що має певне (цільове) призначення. Наприклад, в Англії фондові капітали (*funds*) спрямовувалися спочатку на погашення державних позик, а пізніше вони використовувалися на утримання урядових установ. У Німеччині і Росії в XIX ст. термін “фонди” набрав нового значення: так стали називати білети державних позик, облігації і взагалі папери, що дають постійний відсотковий дохід. Згодом ця назва поширилася на акції та взагалі на всі цінні папери: терміни “фондовий ринок” і “ринок цінних паперів” стали майже синонімами. Проте фондовий ринок є структурованим: ринок акцій, ринок облігацій, ринок опціонів тощо. Зрозуміло, що ця структура має значною мірою формальний характер, але вона існує і навіть дає підстави для дальшої термінологічної

творчості. Не лише в економічній літературі, а й у нормативних документах натрапляємо на “ринок фондів цінностей”, “ринок капіталів”, “ринок фіктивного капіталу”, “ринок позичкового капіталу”, “ринок фінансових активів”, “фінансовий ринок”, “грошовий ринок”, “фондовий ринок”, “ринок цінних паперів” та, без перебільшення, на десятки інших визначень. Слід визнати, що це пояснюється не тільки багатою фантазією економістів, а й певними об’єктивними обставинами. Атрибутами фондового ринку є цінні папери різних типів, видів і різновидів, економічні суб’єкти, ринкова технологія, інфраструктура та ін. Кожний з цих атрибутів можна покласти в основу класифікації. Наприклад, якщо сукупність цінних паперів розділити на документи, що підтверджують участь або членство в організації-емітенті (перша група), на боргові документи (друга група) і на засоби платежу (третья група), то відповідниками такого поділу будуть “ринок фінансових активів”, “ринок боргових зобов’язань” і “ринок платіжних засобів”. У свою чергу, ринок фінансових активів підрозділяється на “ринок акцій”, “ринок привілейованих акцій” тощо, а ринок боргових зобов’язань — на “ринок короткотермінового кредиту” і “ринок довготермінового кредиту”. Із появою ф’ючерсів та опціонів заговорили про “ринок цінних паперів другого порядку”. Подекуди ф’ючерси та опціони взагалі не розглядають як цінні папери: їм дано назву “похідних фінансових інструментів”, і створено для них ще один вид ринку. Класифікація за технологією обороту цінних паперів дає “первинний ринок” (primary market) і “вторинний ринок” (secondary market). Первинний ринок — це ринок, на якому відбувається їх оборот. Щодо назв “біржовий ринок” і “позабіржовий ринок” — вони говорять самі за себе. Можна згадати також про систему “чотирьох ринків”, яку нині розглядають як класифікатор ринків цінних паперів. “Перший ринок” — фондова біржа. “Другий ринок” — позабіржовий ринок, на якому відбувається оборот цінних паперів, не зареєстрованих на біржі. “Третій ринок” — позабіржовий ринок з реєстрацією цінних паперів через посередників. “Четвертий ринок” — позабіржовий ринок, на котрому операції здійснюються через комп’ютерну систему. З об’єктивних причин такої термінологічної розбіжності можна назвати також історичні й регіональні особливості, рівень економічного розвитку, традиційний порядок обороту цінних паперів. Розбіжності виникають навіть у процесі перекладання з однієї мови на іншу. Наприклад, термін “фондова біржа” англійською мовою (stock exchange) дослівно означає “обмін акціями”. Звідси походить інколи невиправдано широке трактування певних спеціальних термінів. Так, деякі автори не бачать, наприклад, різниці між ринком фіктивного капіталу і ринком фінансових активів або між ринком короткотермінового кредиту і грошовим ринком. Найбільш невизначеним виявився чомусь термін “ринок капіталу”. Багато хто вважає, що ринок капіталів і фінансовий ринок — це те саме. Однак чимало авторів стверджує, що фінансовий ринок є ширшим, ніж ринок капіталу, поняттям і включає також грошовий ринок і ринок позичкового капіталу. З цього можна зробити висновок, що термінологічна різноманітність фондового ринку є реальністю, на котру треба зважати. Ви- вчаючи підручник, наукову працю, а тим більше нормативно-правові документи, треба насамперед з’ясувати конкретний зміст кожного терміна. Щоб усе це стало зрозумілішим, радимо уважно розглянути рис. 2. Там показано, що грошовий ринок (він же фінансовий) складається з двох частин — сфери обороту грошей і сфери обороту цінних паперів у вигляді купівлі-продажу короткотермінових (до одного року) документів

(векселів, сертифікатів тощо). Ринок цінних паперів, у свою чергу, складається з фондового ринку (ринку капіталу, інвестиційного ринку) і вже згаданої сфери грошового ринку, що в ній здійснюється оборот короткотермінових цінних паперів, яку можна розглядати як складову одночасно обох ринків. Рис. 2. Узгодження понять “грошовий ринок”, “фондовий ринок (ринок капіталу)” і “ринок цінних паперів” Відтак стає зрозумілим, що ринок цінних паперів ширший за фондовий ринок, хоч значення останнього є справді величезним. Фондовий ринок — це дуже важлива складова ринкової економіки. В Україні, як і в інших країнах з перехідною економікою, оборот цінних паперів стає однією з основних галузей фінансової сфери, без якої даремно сподіватися на нормальне функціонування складного механізму ринкової економіки. Як відомо, реформування власності супроводжується структурною перебудовою народного господарства і зумовлює створення фондового ринку, а останній (як зворотний зв'язок) сприяє закріпленню результатів цього реформування. Конкретна ефективність фондового ринку і цінних паперів залежить від забезпечення досягнення таких цілей і розв'язання таких завдань: 1. Акумуляція (абсорбція) коштів населення та підприємств (заощаджень, нагромаджень, тимчасово вільного капіталу). 2. Концентрація коштів, створення умов для формування великого капіталу, здатного вирішувати складні економічні завдання. 3. Збільшення частки капітальних вкладень у валовому національному продукті та національному доході, що сприяє оздоровленню й зміцненню фінансової системи держави і створенню необхідних резервів капіталу. 4. Залучення вітчизняного та іноземного капіталу в економіку України в результаті створення механізму інвестування й розширення сфери впливу капіталу на економічні процеси. 5. Оптимізація галузевої, виробничої та регіональної структури з допомогою: а) міграції капіталу – відтоку капіталу з галузей, де є його надлишок, у галузі, де його бракує; б) переливання капіталу з малорентабельних галузей і регіонів у високорентабельні; в) вирівнювання норми прибутку на вкладений капітал (принцип “сполучених посудин”). 6. Баланс попиту і пропонування капіталу, а відтак і баланс виробництва та споживання матеріальних цінностей (забігаючи наперед, можна сказати, що біржові брокери швидко й досить точно реагують на коливання попиту та пропонування цінних паперів). 7. Сприяння приватизації на її завершальному етапі, формування інституту власників і менеджерів, здатних найліпше (найефективніше) розпоряджатися власністю акціонерних товариств. 8. Узгодження майнових державних, інституціональних та індивідуальних інтересів у процесі обігу цінних паперів. 9. Стимулювання виникнення нових господарських інститутів, що відповідають новим економічним відносинам. 10. Стабілізація курсу національної валюти через стримування інфляції, захист інтересів населення і підприємств. 11. Створення конкуренції системі банківського кредиту, що забезпечує поліпшення якості обслуговування клієнтів (реципієнтів). 12. Економія суспільних витрат обігу, поліпшення системи взаєморозрахунків підприємств, зниження їх заборгованості, розвиток товарообороту. 13. Сприяння реалізації науково-технічних досягнень через створення акціонерних венчурних фірм і впровадження інших заходів для заохочення використання нової технології. 14. Сприяння збільшенню ефективності управління підприємством, передовсім акціонерним. 15. Сприяння розвитку самоуправління, зокрема з допомогою випуску муніципальних облігацій. 16. Створення умов для інтеграції у світову економічну систему,

завдяки репродукуванню загальносвітових принципів і стандартів функціонування фондового ринку. Забезпечення участі у процесі інтернаціоналізації світового фондового ринку. Фондовому ринку, як уже зазначалося, властиві й усі недоліки ринкової системи. Безконтрольний та нерегульований фондовий ринок може призводити до таких небажаних наслідків, як монополізація, нерівноправність учасників процесу обігу цінних паперів, недозволене використання закритої інформації тощо. Ясна річ, що за умов перехідної економіки безконтрольність може бути абсолютно згубною. Отже, тільки належний контроль забезпечить досягнення основної мети — створити цілісний, високоліквідний і ефективний фондовий ринок в Україні, регульований державою і здатний інтегруватися у світові фондові ринки.

1.2 Історія фондового ринку

Фондовий ринок зародився в надрах ринку споживчих товарів. Перші операції з цінними паперами відбувалися на оптових ринках і товарних біржах. Батьківщиною фондової біржі вважається бельгійський порт Антверпен, який відігравав в епоху великих географічних відкриттів значну роль у світовій торгівлі. Слідом за Антверпеном котирування майже всіх цінних тогочасних паперів почали здійснювати в нідерландському порту Амстердамі, де було створено одну з перших у світі фондових бірж. Ці події відбувалися 400 років тому — на межі XVI і XVII ст. Розвиток міждержавної торгівлі став основним рушієм розвитку ринку цінних паперів і фондових бірж. Позитивний вплив на цей процес справив і прогрес державної організації та державних фінансів: поява державних (казначейських) облігацій та векселів розширила коло цінних паперів на фондових біржах, передовсім Англії, Франції та Німеччини. На початку XIX ст. роль фондових бірж в економіці зростає, адже з'явився третій фактор: первісне нагромадження капіталу. Промислова революція сприяла інтенсивному зростанню суспільного виробництва, яке випереджало зростання споживання, а отже, було джерелом накопичення великих фінансових коштів. Свою частку у розвиток фондового ринку вніс і розвиток організаційних форм суспільного виробництва у вигляді промислових корпорацій та акціонерних банків. Фондовий ринок не тільки став наслідком розвитку економіки, а й помітно вплинув на цей розвиток, оптимізуючи господарські структури. Вільна конкуренція на фондових біржах, що не залежала від державного розподілу, забезпечувала переливання грошових активів у галузі, які були потрібні суспільству. Фондовий ринок активно сприяв розвитку виробництва. Саме акціонерні товариства йшли в авангарді будівництва залізниць, металургійних заводів, шахт, розвитку хімічної й текстильної галузей. Наприкінці XIX ст. поряд з концентрацією фінансових коштів у великих фінансових і виробничих інститутах, із розвитком державно-монополістичної системи управління економікою змінюється фондовий ринок. Кількісні зміни вплинули на якість процесу обертання цінних паперів. Фондовий ринок удосконалюється, що, однак, не рятує його від злетів і падінь. В історію фондової біржі XIX ст. увійшли кризи 1869, 1873 і 1895 рр. Якщо швидкий розвиток фондового ринку позитивно впливає на поступальний розвиток продуктивних сил людства, то періодичні біржові кризи і спади активності на ринку цінних паперів є не тільки передвісниками загальних економічних криз, а й їхніми детонаторами. Світова економічна криза 1929—1933 рр. почалася саме з краху на Нью-Йоркській фондовій біржі 22 жовтня 1929 р., коли масовий продаж цінних паперів спричинив паніку інвесторів та біржовиків. Цю історичну подію

яскраво описав у своїй книзі Г. П. Черніков: “Очевидці розповідають, що становище на біржі тоді нагадувало кінець світу, його порівнюють з апокаліптичним кошмаром. Гігантський потік продажу цінних паперів буквально затопив біржу. Натовп людей атакував її, і з ними не могла впоратись поліція... Біржові маклери одержували тільки одне замовлення: “Продавати, продавати!” Біржові спекулянти, які прибули на засідання в каділаках, поверталися пішки... Одружені чоловіки, які мали коханок і розорилися, повернулися до законних дружин” [38]. А ось зарисовка з книги А. Костолані: “Один біржовий маклер під час засідання замовив у ресторані обід з устриць, біфштекса і кави з тістечком. Поки офіціант відкривав устриці, він збігав на біржу і, повернувшись, відмовився від них. Потім він послідовно відмовився і від супу, і від біфштекса, і від тістечок. Обід маклера, який у результаті біржового засідання став банкрутом, складався з чашечки кави і таблетки аспірину... Учорашні мільйонери продавали на вулицях сірники. Емігранти втратили все, що мали, за винятком свого акценту. У готелях людину, яка просила номер вище поверхом, запитували, для чого він їй потрібен: для проживання чи для самогубства” (цит. за: [38]). За три роки після “чорного жовтня” вартість акцій провідних американських компаній упала: “Дженерал електрик” — в 11 разів, “Монтгомері вард” — у 23, “Радіокорпорейшн” — у 33, “Нью-Йорк сентрал” — у 51, “Дженерал моторз” — майже у 80 разів. Постає цілком логічне питання: чи можна вважати діяльність фондового ринку позитивною, якщо він може спричинити загальну кризу економіки?.. Повернемося до другої половини XIX ст. Тоді (у першій чверті XX ст. — також) швидке зростання великої промисловості й транспорту підштовхнуло розвиток акціонерних форм концентрації капіталу. Особливої популярності у маси дрібних і середніх інвесторів, кількість яких постійно збільшувалась, набула така форма акціонерних підприємств, як товариства з обмеженою відповідальністю. Вони привели в рух грошовий капітал у незаних до того розмірах. Найшвидшими темпами фондовий ринок розвивався в США. Тоді як європейські підприємці для збереження своїх коштів користувалися банківськими послугами, у США потік грошей спрямовувався не в банки, а на фондові біржі. Американські підприємці стали віддавати перевагу інвестуванню капіталів у фінансові активи — з підвищеним ризиком, щоправда, але з надією на велику удачу, коли пощастить. Відтак фондовий ринок США випередив у своєму розвитку ринки інших країн і саме тут почав складатися сучасний механізм фондових операцій. З початку XX ст. у світовій економіці тривав процес кількісних змін. Великі банки і спеціалізовані фондові біржі з конкурентів перетворювалися на партнерів. Зокрема, банки широко користувалися послугами бірж, де відбувалося систематичне порівнювання цінностей і котирування цінних паперів. Особливо зросла роль фондових бірж із розвитком вторинного ринку, тобто перепродажу раніше випущених цінних паперів. Але поглянемо на зворотний бік медалі. Високі темпи зростання виробництва, технічний прогрес, нові галузі, нові підприємства і, як наслідок, збільшення випуску цінних паперів та підвищення їх ринкового курсу (ціни) породили в суспільстві розвинутих країн ейфорію — зростання багатства діловому світові уявлялося безмежним. Постійному збільшенню попиту на цінні папери відповідало й постійне збільшення їхнього випуску. Акції купували вже не тільки за власний кошт, а й за позички комерційних банків, не боючися програшу, оскільки розрив між номіналом багатьох акцій та їх біржовим котируванням

постійно зростав. Ось тут і виявилася справедливність іншої назви цінних паперів — “фіктивний капітал”. Хоч цінний папір номінально відображує вартість якогось реального товару, власної вартості він не має. Коли ринковий попит на цінні папери перевищує їх пропонування, на ринку формується висока ціна на них, і номінальна сума випущених цінних паперів може перевищити капітал, реально втілений у виробничих ресурсах. До кінця 20-х рр. на Нью-Йоркській фондовій біржі розрив між номіналом акцій та їх біржовим котируванням досягав великих розмірів. І це робило знамениту біржу прикладом для всього фінансового світу. А того факту, що однією з причин зростання курсу акцій був кредит (у тім числі продаж на виплат), якось не помічали. Поступово безконтрольна біржова діяльність ставала все більше махінаторською, усе більше наближалася до кризи. Коли курси акцій у своєму нестримному зростанні наблизилися до критичної межі і їхній відрив від номіналу став надто великим, почався “несподіваний” колапс, стрімке падіння курсу. Його прискорили біржові спекулянти, котрі відразу ж стали продавати акції, щоб розрахуватися з кредиторами, які вимагали негайного повернення боргів. До 1933 р. обсяг виробництва у провідних країнах західного світу скоротився вдвічі. Епідемія кризи і безробіття перекинулася до Європи. Рятувати економіку США довелося президентові Рузвельту. Його “Новий курс” став широкою програмою заходів державного регулювання економіки. У кілька разів було збільшено державні фінансові вкладення, запроваджено обов’язковий мінімум заробітної плати, посилено урядовий контроль за банківською та підприємницькою діяльністю. Такі заходи в цілому відповідали опрацьованій у 30-ті рр. Д. М. Кейнсом теорії, котра доводила необхідність державного втручання для стримування стихійного ринкового процесу й підтримування зайнятості населення на високому рівні. “Велика криза” стала етапом не лише глобальної економічної політики, а й історії фондового ринку. З того часу “дика” біржа поступилася місцем “культурній”. У США 1933 р. було прийнято закон про емісію цінних паперів, а 1934 р. — закон про біржову торгівлю цінними паперами. Реєстрація цінних паперів стала обов’язковим правилом. У багатьох країнах було створено державні органи з контролю та економічного регулювання обігу цінних паперів, опрацьовано правила, які в деталях регламентували біржові процедури (цей процес триває і нині). Особливо ретельно перевіряли підприємства, які мали намір продавати свої цінні папери на біржі. Було встановлено обмеження коливань котирування, державне страхування вкладів, законодавчо захищено інтереси дрібних вкладників. Опіка держави над фондовим ринком дала відчутні результати. Зрозуміло, що ліквідації біржі ніхто не пропонував. Фондова біржа, як добровільно створена організація для вільної торгівлі цінними паперами, мала була залишитися, і вона залишилася, так само як залишилися ті функції, котрі виконують цінні папери в ринковій економіці. Тільки через цінні папери можна набути доступу до реальних цінностей і(або) забезпечити перехід цих цінностей від одного власника до іншого. Альтернативою є лише адміністративне списання цінностей з балансу на баланс, яке широко застосовувалося ще донедавна. Воно й справді, цінні папери і фондовий ринок — досить небезпечний фінансовий інструмент, але нічого кращого людство ще не винайшло, так само як і досі не навчилася, на жаль, вправно ним користуватися. У жовтні 1987 р. сталася чергова біржова криза. Вона не була такою драматичною, як у жовтні 1929 р., не призвела до всесвітньої економічної

депресії, але наслідки її були дуже відчутними. Рахунок утрат вимірювався мільярдами. На Лондонській фондовій біржі вартість акцій знецінилася більше ніж на 13 млрд фунтів стерлінгів, в Японії — на 57 млрд єн, у Франції — на 200 млрд франків, у США — на 700 млрд доларів. На початку грудня 1987 р. загальне знецінення акцій на біржах усього світу сягнуло 2000 млрд доларів. Однією з причин кризи стало збільшення фінансової заборгованості. За 20 днів до її початку президент США Р. Рейган підписав законопроект про підвищення допустимого максимуму державного боргу з 2300 млрд дол. до 2800 млрд дол., заявивши, щоправда, що він це робить з почуттям “величезного внутрішнього опору”. Треба сподіватися, що певні висновки з цього уряди розвинутих країн уже зробили. У нашій країні початок фондового ринку датується XVIII ст. Одеську фондову біржу було відкрито 1796 р. (більше, ніж на 40 років раніше відкриття такої в Москві). Фондові біржі в Петербурзі, Одесі та Москві вважалися ліберальними (наприклад, до участі в біржових операціях допускалися жінки), але й досить вимогливими: папери на біржу допускалися лише після ретельної перевірки їхнього власника, за неправдиві відомості притягали до кримінальної відповідальності, дії маклерів контролював біржовий комітет, урядові комісії стежили за котируванням паперів. Це, як писали тоді, спрямовувалося “не проти біржі, а проти недобросовісних банкірів і біржовиків”. У грудні 1917 р. радянський уряд заборонив операції з цінними паперами. Але в період нової економічної політики (непу) знову з’явився організований обіг цінних паперів, здійснюваний, головне, фондовими відділами при товарних біржах у кількох великих торговельно-промислових центрах, у тім числі в Києві і Харкові. Після припинення непу з рішення радянського уряду всі товарні й фондові біржі було ліквідовано (1930). Чекати їх відродження довелося понад півстоліття — до початку 90-х рр. Приватизація та поява акціонерних товариств стали визначальним фактором відновлення діяльності фондових бірж і налагодження позабіржового обігу цінних паперів. Нині світовий фондовий ринок розвивається в трьох основних напрямках. По-перше, відбувається дальша автоматизація фондових операцій — окремі комп’ютерні системи поєднуються у всесвітню мережу електронної комунікації. По-друге, триває робота над створенням нових видів і модифікацій цінних паперів (передовсім безпаперових), у тім числі гібридних і паперів другого та наступних порядків. По-третє, збільшується інтернаціоналізація фондової діяльності, відповідно до загального процесу економічної інтеграції країн. До цих трьох напрямів Україні треба додати ще кілька своїх, актуальних тільки для неї напрямів розвитку фондового ринку, а саме: своєчасне становлення системи державного регулювання фондового ринку, сприяння підвищенню рівня організованості позабіржового ринку, створення сучасної інфраструктури фондового ринку, у тім числі депозитарію, забезпечення умов для конкуренції в середовищі посередників у фондовій діяльності, розвиток вторинного ринку цінних паперів, передовсім у рамках системи фондових бірж України. Реалізація діяльності за вказаними напрямками має базуватися на загальній структурі фондового ринку, що складається з трьох підструктур: 1) цінних паперів, які є предметом торгівлі на фондовому ринку (визначається, ЩО САМЕ продається й купується); 2) учасників (суб’єктів) фондового ринку (визначається, ХТО САМЕ купує і продає цінні папери); 3) процесу (технології) фондової діяльності (визначається, ЯК САМЕ відбувається обіг цінних паперів). Докладніше про ці структури (“що”, “хто” і “як”)

розповідається в наступних розділах цієї книжки. 1.3 Предмет торгівлі Що таке “цінний папір”? Виходячи з назви, можна сказати, що це папір, на якому проставлено якусь ціну. У побуті воно так і є. Але в економіці далеко не кожний папір з позначеною на ньому ціною визнається “цінним”. Такими не бувають, наприклад, лотерейний білет, квитанція, платіжне доручення, грошовий ордер або довіреність. А що ж буває? Чим саме торгують на фондовому ринку? Визначити це набагато складніше, ніж видається на перший погляд. У найпростіший спосіб вирішили це завдання законодавці в різних країнах. Найрізноманітніші закони про цінні папери, як правило, подають довжелезні переліки їхніх назв, але мовчать про критерії визнання за паперами статусу “цінних”. Науковцям і викладачам економіки доводиться гірше. На світовому ринку обертається кількості видів, різновидів, типів і модифікацій цінних паперів, кожний з яких характеризується десятками ознак. Не важко дати докладний опис, наприклад, кумулятивної привілейованої акції або середньострокової конверсійної облігації. Але як визначити найхарактерніші спільні риси всієї різноманітності цінних паперів? Як знайти універсальне формулювання того, що робить відповідний папір “цінним”, а не просто таким, що коштує якісь гроші (наприклад талон на проїзд у трамваї)? Наскільки складно це зробити, можна зрозуміти, хоч би порівнюючи кілька визначень з різних наукових книжок. “Цінний папір — це боргове зобов’язання, що його можна перевідступити комусь іншому, забезпечуючи в такий спосіб постійний рух коштів”. “Цінний папір — це документ, що засвідчує право власника документа на частку майна емітента цього паперу”. “Цінний папір — це документ, що має ряд обов’язкових реквізитів, свідчить про майнові (боргові) відносини між сторонами і визначає право однієї сторони на майно (кошти) іншої”. “Цінний папір — це документ, котрий забезпечує відповідні майнові і немайнові права його власника, може самостійно обертатися на ринку як об’єкт купівлі-продажу та інших операцій, і бути джерелом регулярного або одноразового доходу”. “Цінний папір — це документ, що засвідчує право власності, позичкові відносини, інші майнові та зв’язані з ними особисті права однієї особи щодо іншої, котрі не можуть бути здійснені або передані без пред’явлення цих документів або без відповідного облікового запису в депозитарній системі”. “Цінні папери — грошові документи, що засвідчують право володіння або позичкові відносини, визначають взаємини між особою, яка випустила їх, та їхнім власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або відсотків, а також можливість передачі грошових та інших прав, що впливають з цих документів, іншим особам”. Як бачимо, автори намагаються дати якесь загальне формулювання. І видно, що з цього виходить. Не слід забувати про іншу складність. Не існує й не може існувати чіткої межі між документом з титулом цінного паперу і документом без такого титулу. Проте за необхідності доводиться проводити цю межу умовно. Наприклад, облігація й вексель мають багато спільного: і той, і той документи є грошовими, належать до боргових зобов’язань, опосередковують кредитні відносини, відрізняються фіксованим характером платежу, можуть бути переказними і фігурувати на вторинному ринку. Зрозуміло, що існують і відмінності, але вони майже ніколи не бувають принциповими. Облігації (в основному) є засобом концентрації капіталу з його наступним інвестуванням, але можуть використовуватися і для зменшення напруження на підприємстві, зв’язаного з браком грошових активів

для розрахунків за сировину й комплектуючі. У свою чергу, векселі (також в основному) використовуються у розрахунках і тим самим виконують функцію засобу платежу, але можуть бути й додатковим джерелом коштів для інвестування капіталу. Отже, якщо за основу класифікації брати суть цінних паперів, то облігації та векселі треба розміщувати в одній групі, а коли мета їхньої емісії різна — у різних. Остання з названих класифікаційних ознак забезпечує облігації, як довготерміновому борговому зобов'язанню, що служить цілям інвестування, місце серед цінних паперів фондового ринку, а векселю, як короткотерміновому борговому зобов'язанню, що є засобом розрахунків і платежів, — серед цінних паперів грошового ринку. Але це зовсім не означає, що вексель треба виключити з цінних паперів і вивести його за межі їхнього обігу. Утім дискусія про те, що таке вексель, триває. На прикладі обговорення статусу векселя можна бачити практичну корисність абстрактного, здавалось би, міркування про суть цінного паперу і пошуку відповіді на питання “що є що”. На докладнішу відповідь можна сподіватися, коли буде закінчено трудові роботи з систематизації, уніфікації та класифікації цінних паперів і процесу їхнього обігу, яку проводить Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. Першочерговим завданням є створення формалізованої (у найліпшому значенні цього слова) системи, котра допомогла б не тільки окреслити межі масиву цінних паперів, а й забезпечити успішне моделювання нових видів цінних паперів, які відповідають стандартам світового фондового ринку, урахувавши водночас особливості економіки України та її перехідного періоду. Врешті-решт не варто надто абсолютизувати формулювання і визначення. Перелік різновидів цінних паперів у законі з практичного погляду достатній для того, щоб встановити сукупність грошових документів, випуск та обіг котрих мають здійснюватися й контролюватися державою за єдиними правилами та з одного центру. Такий перелік подано в Законі “Про цінні папери і фондову біржу” (ст. 3. Види цінних паперів). Згідно з цим Законом в Україні можуть випускатися і обертатися такі види цінних паперів: акції; облігації внутрішніх республіканських і місцевих позик; облігації підприємств; казначейські зобов'язання держави; ощадні сертифікати; векселі; приватизаційні папери. Внески засновників або співвласників підприємств і установ не вважаються інвестиційними цінними паперами, якщо їх не збирали із засновників чи співвласників з метою забезпечення їхньої участі в управлінні цими підприємствами або установами. До інвестиційних цінних паперів закон відносить документи, які засвідчують право володіння, позичкові відносини або інші майнові та зв'язані з ними особисті права однієї особи щодо іншої, котрі не можуть бути здійснені або передані без пред'явлення цих документів або без відповідного облікового запису в Національній депозитарній системі. Переліки цінних паперів, котрі є в законах різних країн, можуть бути закритими й відкритими, тобто такими, що не допускають включення в перелік будь-яких інших цінних паперів, і такими, що допускають таке включення. В Японії, наприклад, держава дуже пильно стежить за тим, щоб не збільшувався перелік цінних паперів, який налічує всього дев'ять позицій. У США такого жорсткого підходу немає і за цінні папери визнається велика кількість грошових документів. Перелік російських цінних паперів так само є вільним, бо останнім (восьмим) пунктом записано: “та інші документи, що випускаються згідно із законодавством як цінні папери”. 1.4 Учасники торгівлі У будь-якій торгівлі є дві

сторони: одна продає товар, інша — купує. Відбувається обмін товару на гроші. Спонукальний мотив простий: одна сторона має товар, але хоче одержати гроші, а інша — має гроші, але хоче одержати товар. Точно те саме відбувається і на фондовому ринку під час торгівлі цінними паперами. Один із суб'єктів ринкових відносин має надлишок грошей тому, що його доходи перевищують витрати, але він не має можливості (або бажання) активно зайнятися використанням надлишку своїх грошей у господарській діяльності. У нього так звана надлишкова фінансова позиція. Іншому, навпаки, бракує коштів тому, що його витрати перевищують (або незабаром перевищуватимуть) доходи, але він має можливість (або бажання) активно використати грошові кошти в господарському обороті. У такому разі говорять про дефіцитну фінансову позицію. У кожного з потенційних учасників фондової операції різні ситуації й різні потреби. Саме це стає основною причиною, що спонукає їх здійснити купівлю-продаж товару, який є предметом торгівлі на фондовому ринку. Якщо купівля-продаж відбулися за однакових фінансових позицій сторін (немає ні надлишку грошей, ні їхнього дефіциту), то можна впевнено стверджувати, що це сталося зовсім не з економічних міркувань. Кожна сторона купівлі-продажу на фондовому ринку має певні цінності: або цінний папір, або гроші. І в цьому розумінні кожна сторона одночасно є продавцем, оскільки продає цінність, що в неї є, і покупцем, оскільки купує іншу цінність. Але гроші є більш універсальною цінністю, ніж цінні папери, тому заведено вважати (і це цілком справедливо) продавцем того суб'єкта, котрий продає цінні папери, а не гроші. Цінний папір як боргове зобов'язання є товаром — особливим, але товаром. Випуск цінних паперів в обіг називають також емісією, а особу, котра випускає цінні папери (здійснює емісію), — емітентом (слово “емітент” походить від латинського “той, що випускає”). Часто ототожнюють емітента і продавця цінних паперів. Але це не зовсім коректно. Справді, емітент, який випускає цінні папери, завжди є продавцем: для того він їх і випускає, щоб продавати. Але перший-ліпший продавець цінних паперів не завжди є емітентом. Останній може продати свої цінні папери посереднику. Посередник спочатку є покупцем цінних паперів, а потім, торгуючи ними, стає продавцем. Поняття “емітент” і “продавець” збігаються на первинному ринку цінних паперів, але не збігаються на вторинному, де відбувається їх перепродаж. Із сказаного видно, що навіть досить просте питання про учасників купівлі-продажу цінних паперів поступово ускладнюється в міру деталізації й розгляду в різних аспектах. У всякому разі класифікація таких учасників є достатньо складною і не завжди точно визначеною. Ось що про це пише О. А. Гришина: “Зважаючи на різноманітність операцій з фондовими цінностями і багатогранність функцій, які можуть виконувати різні учасники ринку цінних паперів, навряд чи можливо встановити для них якусь одну, докладну класифікацію” (цит. за: [5]). На підтвердження цієї думки достатньо нагадати принаймні деякі класифікаційні ознаки, які доводиться обов'язково брати до уваги: відношення до власності, цільове призначення, категорія емітента (інвестора), належність до первинного чи вторинного ринку, форма здійснення функцій, вид особи (юридична чи фізична) і т.д., і т.п. Орієнтуючись на ту чи іншу ознаку, можна щоразу мати новий класифікатор — залежно від мети, котру має бути досягнуто в результаті класифікації. Є класифікації дуже оригінальні. Прикладом може бути класифікація В. В. Колесника, котрий пропонує поділяти учасників ринку цінних

паперів на основних та інфраструктурних. У першу групу пропонується включити емітентів, інвесторів, посередників, інститути-регулятори і спеціальні державні органи регулювання ринку цінних паперів, а в другу — депозитаріїв, клірингово-розрахункові установи, трастові інститути, агентів з трансферу, реєстраторів, продавців ринкової інформації, спеціальні гарантійні фонди [17]. П. Ю. Бороздін пропонує поділяти учасників фондового ринку не на емітентів та інвесторів, а на продавців і покупців цінних паперів [8]. У [33] пропонуються такі основні групи учасників ринку цінних паперів: 1) головні учасники; 2) інституціональні інвестори; 3) індивідуальні інвестори і 4) професіонали. Ю. М. Лисенков і Н. В. Фетюхіна [19] виокремлюють чотири групи: а) інституціональні учасники ринку цінних паперів (фондова біржа, інвестиційна компанія, депозитарій, інвестиційний фонд та ін.); б) посередники біржового та позабіржового обігу цінних паперів (брокер, дилер, маклер, спеціаліст та ін.); в) учасники вексельного обігу (векселедавець, векселеутримувач, кредитор та ін.); г) інші учасники ринку цінних паперів (акціонер, інвестор, емітент, гарант та ін.). Найбільш поширена (хоч і найменш оригінальна) класифікація учасників фондового ринку поділяє їх на три групи: 1. Емітенти, тобто продавці цінних паперів (вони ж споживачі інвестиційного капіталу). 2. Інвестори, тобто покупці цінних паперів (вони ж вкладники грошових коштів і утримувачі цінних паперів). 3. Посередники, тобто особи, які надають ті чи інші послуги щодо здійснення фондових операцій емітентам та інвесторам. Слово “емітент” стає титулом особи, яка випускає цінні папери. Емітентом у нашій країні може бути, як правило, юридична особа (уряд, органи місцевої влади, підприємства, банки, біржі і т.п.) і лише в окремих випадках — фізична особа. Випускаючи цінні папери, емітент одержує гроші, що йому потрібні, передовсім для організації або розширення своєї діяльності, а також для інших цілей у господарському обороті. Законодавство чітко регламентує таку вимогу до емітента, як виконання зобов’язань, що впливають з умов випуску цінних паперів. Емітент випускає цінні папери від свого імені, тому він несе відповідальність за них. Наприклад, у разі порушення оголошеного у проспекті емісії або меморандумі обсягу випуску цінних паперів, емітент зобов’язаний протягом місяця повернути інвесторам надлишок одержаних ним коштів. Якщо емітент не виконав цю вимогу, то безпідставно одержані ним кошти стягуються через суд. Слово “інвестор” походить з лат. “одягати”: гроші, що їх вкладають (інвестують) в нове діло можна розглядати образно як гроші “в новому одязі”. Відтак інвестиція — це вкладення грошей у діло: виробництво, торгівлю або іншу господарську, у тім числі підприємницьку, діяльність. Дякуючи інвестиціям, вільні гроші не накопичуються у вигляді заощаджень, а “працюють”, забезпечують дохід. Українське законодавство точно визначає поняття інвесторів у цінні папери — це фізичні та юридичні особи, котрі придбали цінні папери з метою одержання доходу від вкладених коштів або здобуття відповідних прав. Інвестор є власником придбаних ним цінних паперів, тобто має право господарського користування та оперативного управління ними. Інвестор набуває цінні папери від власного імені і за власний рахунок. Він дістає титул зареєстрованої особи після того, як його прізвище вноситься до реєстру із зазначенням кількості належних йому паперів певної номінальної вартості. Інвестором може стати будь-хто. Для цього потрібні лише бажання і, зрозуміло, певна сума грошей. Непотрібна ні реєстрація інвестора, ні ліцензування (якщо тільки він не виявляє

наміру придбати контрольний пакет акцій, забезпечивши собі провідну роль в управлінні акціонерним товариством). У процесі приватизації інвесторами стають громадяни, які одержали акції. У міру поліпшення матеріального становища населення, кількісного збільшення так званого середнього класу роль індивідуальних інвесторів (приватних осіб) зростатиме. На жаль, поки що провідна роль в інвестуванні належить у нашій державі не індивідуальним, а інституціональним інвесторам. Інституціональні інвестори — це юридичні особи, для яких діяльність із залучення коштів від громадян та юридичних осіб, наступного їх інвестування в цінні папери інших емітентів і здійснення комерційних операцій з ними є основним або одним з основних джерел доходу й невід'ємною частиною їхньої діяльності. До інституціональних інвесторів належать інвестиційні фонди, інвестиційні компанії, пенсійні фонди, довірчі товариства, страхові компанії та подібні до них організації. Деякі з них, наприклад інвестиційні компанії, поєднують інвестиційну діяльність з посередницькою. Емітент та інвестор перебувають у певних правових відносинах, з яких найбільш значні — реалізація прав і їх передача. Реалізація прав — це відносини між емітентом та інвестором, тобто вертикальні відносини — зверху (від емітента) донизу (до інвестора) або навпаки. Прикладом таких відносин є виплата дивідендів або участь інвестора у справах акціонерного товариства. Передача прав (перехід прав) виражає відносини між двома інвесторами, тобто горизонтальні відносини, коли один з них відступає іншому свої права на цінні папери. Згідно з “Концепцією функціонування й розвитку фондового ринку України” (1995) посередниками на фондовому ринку можуть бути: підприємства, які спеціалізуються на роботі з цінними паперами і здійснюють посередницьку діяльність з випуску та обігу цінних паперів; банківські установи, котрі поряд з іншими фінансовими функціями можуть здійснювати посередницьку діяльність з випуску та обігу цінних паперів, а також надавати позички, зв'язані з цінними паперами; інвестиційні компанії, що поєднують функції фінансового посередника та інституціонального інвестора. Для здійснення своєї діяльності посередники можуть створювати добровільні об'єднання, у тім числі фондові біржі. Фондова біржа — це організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому відбувається торгівля цінними паперами та іншими фінансовими інструментами. Серед посередників фондового ринку передовсім назвемо інвестиційний фонд, інвестиційного управляючого, брокерів, дилерів, депозитарій (установа, що зберігає цінні папери та оформляє передавання прав власності на них), розрахунково-клірингові установи та реєстраторів. Інвестиційні фонди, як правило, провадять найрізноманітнішу фінансову діяльність, — займаючись емісією, інвестуванням, реінвестуванням і торгівлею цінними паперами. Предметом емісії є інвестиційні сертифікати. Портфель цінних паперів фонд формує звичайно за рахунок коштів інвестиційних трастів, котрі створюються тимчасово. Як один з видів інвестиційних компаній інвестиційні фонди досить ефективно забезпечують колективне інвестування і мають в Україні велике майбутнє. Діяльність з управління цінними паперами — це здійснення протягом певного терміну юридичним або індивідуальним підприємством від свого імені і за винагороду довірчого управління переданими йому у власність або належними іншій особі паперами (в інтересах цієї особи або вказаних нею третіх осіб). Предметом управління є не тільки цінні папери, а й кошти, призначені для інвестування в

цінні папери, а також кошти й цінні папери, одержувані в процесі управління іншими цінними паперами. Інвестиційним управляючим звичайно є інвестиційна компанія, яка спеціалізується на цих функціях. Брокерська діяльність — це виконання операцій з цінними паперами на підставі угоди брокера з його клієнтом і за рахунок клієнта. Угода має характер доручення або комісії, тому брокерська діяльність належить до комісійної діяльності. Дилерська діяльність також полягає у здійсненні операцій з цінними паперами, але в цьому разі операції здійснюються від імені дилера і його коштом, що передбачає перепродаж цінних паперів третім особам або формування власного резерву цінних паперів. Дилерська діяльність визнається комерційною. Депозитарна діяльність — це надання послуг зі збереження та передачі цінних паперів і зв'язаного з цим обліку, розрахунково-клірингова — здійснення збору, звіряння, коректування документів і проведення взаєморозрахунків. Нарешті, реєстратор — це юридична особа, котра веде реєстр власників іменних цінних паперів.

1.5 Процес торгівлі

Для об'єктивного висвітлення великого значення цінних паперів як таких і їхнього обігу на фондовому ринку, не потрібно занадто довго шукати слів. Досить просто сказати: без цінних паперів, так само як і без грошей, економіка існувати не може. Випуск акцій дає підприємствам доступ до потрібних для них грошових ресурсів. Випуск облігацій закриває прорив, що утворився в державному бюджеті. Перепродаж цінних паперів сприяє встановленню реальних цін та оптимальної галузевої структури народного господарства. Підкреслюючи важливість цінних паперів, ми трохи повторюємося, але вони того варті. Фондовий ринок — явище об'єктивне. Однак водночас і суспільне. Його творять люди. Там, де виникають соціально-економічні об'єкти, з'являються і суб'єкти. Взаємодія об'єктів і суб'єктів створює третю складову фондового ринку — сказати б, технологію самої купівлі-продажу. Уже в самих цінних паперах закладено певні властивості, котрі потребують відповідних дій і через них реалізуються. Наприклад, випуск акцій неможливий без попереднього оголошення в засобах масової інформації, а облігація будь-якого виду передбачає наступну виплату відсотків. Ще більше процес функціонування фондового ринку зв'язаний із набором функцій, які згідно зі своїм статусом має виконувати кожний учасник фондової торгівлі. Емітент зобов'язаний реєструвати цінні папери, що їх він випускає, інвестор — виконувати накази своїх клієнтів. Реквізити цінних паперів і функції учасників створюють сукупну основу процесу торгівлі на фондовому ринку. Залишається накласти на цю основу порядок виконання кожного елемента процесу (дії, операції, угоди), взаємозв'язок елементів, їхню послідовність, етапні процедури, умови, норми і регламент виконання — і матимемо те, про що вже казали, — технологію фондового ринку. Їй буде присвячено окремий розділ цієї книжки. Поки що обмежимося розглядом загальних засад технології. На об'єктивному характері фондового ринку ми наголошували не випадково. Об'єктивна необхідність інвестування коштів та їх одержання є причиною існування фондового ринку, але водночас кожна сторона майбутньої фондової операції має вільно вирішити питання про доцільність своєї участі в ній. Візьмімо, наприклад, приватну особу, в якій з'явилися вільні гроші. Вона може купити на них якісь матеріальні цінності (нерухомість, землю, промислове обладнання, меблі, транспорт, ювелірні вироби, твори мистецтва), а може перетворити свої гроші в інші грошові документи, наприклад у страховий поліс або депозитний

сертифікат банку під певний відсоток. Серед цих документів одними з найпривабливіших є цінні папери. Але в будь-якому разі «привабливість» визначатиме сам інвестор і прийняте ним рішення або приведе його на фондовий ринок, або віддасть від нього. Іншим шляхом прямує емітент у сферу фондової торгівлі. Йому не менше ніж інвестору доводиться міркувати про вибір джерела для покриття існуючих або майбутніх витрат: чи варто ставати емітентом, чи не простіше знайти внутрішні, іще не використані резерви виробництва? А коли й випустити цінні папери, то які саме? (Докладніше про методи обґрунтування рішень емітента можна прочитати в 4 розділі). Обидва ці шляхи перетинаються у сфері посередництва, де також треба вибрати найефективніші способи надання посередницьких послуг емітентам та інвесторам з урахуванням, зрозуміло, інтересів самих ринкових посередників. Стрижнем процесу фондової торгівлі є життєвий цикл паперу: випуск — обіг — погашення. Цей цикл охоплює процедуру емісії та реєстрації цінного паперу, зміну його власника, одержання результатів і завершення обороту. У межах цього циклу фіксуються операції первинного ринку, коли емітент продає цінний папір першому покупцеві, і вторинного ринку, де, власне, і розгортається боротьба за одержання зиску від обороту цінного паперу. Кожна ланка циклу складається з етапів, підетапів, стадій та операцій, що нагадують технологію звичайного виробничого процесу з його основними технологічними лініями, потоками, допоміжними підрозділами і службами. Усі численні й різноманітні складові цього процесу можна і треба привести у відповідну систему. Але починати систематизацію доведеться із самих цінних паперів.

ЦІННІ ПАПЕРИ

2.1 Класифікація цінних паперів

Будь-який цінний папір характеризується трьома такими універсальними ознаками. По-перше, цінний папір є безвідкличним свідоцтвом емітента про те, що він узяв на себе певні зобов'язання перед інвестором. Емітент не має права в односторонньому порядку, якщо це не обумовлено в договорі з інвестором, відкликати цінний папір, анулювати його, обміняти, відібрати і здійснювати інші дії, на шкоду правам та інтересам інвестора. По-друге, інвестор не повинен підтверджувати будь-якими іншими документами свої права, що випливають із самого факту володіння цінним папером. По-третє, для передачі прав власності на цінний папір достатньо внести ім'я нового власника до реєстру акціонерів у реєстратора або депозитарія. За документарної форми випуску — передача цінного паперу здійснюється з допомогою індосаменту. Проте загальні, універсальні ознаки цінних паперів цим практично й вичерпуються. Конкретна сукупність майнових прав, привілеї та обмеження визначаються конкретним видом цінних паперів. «Будь-яка класифікація досить умовна, і все залежить від того, якій ознаці віддається перевага і з погляду якого суб'єкта ринку розглядають ті чи інші цінні папери». Це висловлювання належить П. В. Бороздіну, і з ним можна цілком погодитися. Проте класифікація цінних паперів за всієї її умовності та відносності все-таки важлива не тільки теоретично, а й практично. Адже, якщо той чи інший цінний папір буде зараховано в «чужу» групу, то на неї можуть поширитися або необґрунтовані вимоги, або незаслужені пільги. Тому навіть орієнтовна класифікація стане у пригоді, поки не розроблено справжньої наукової класифікації цінних паперів, що, безперечно, зробити нелегко, але можливо (див. розділ 5). За ознаками їхньої економічної природи цінні папери, як правило, підрозділяють на пайові папери, боргові та похідні

фінансові інструменти. Пайові папери засвідчують відносини співвласності або пайової участі у формуванні статутного фонду і розподіленні прибутку (акції). Боргові папери опосередковують кредитні відносини (облігації, ощадні сертифікати, депозитні сертифікати, векселі та ін.). Похідні фінансові інструменти (опціони, ф'ючерси, варанти та ін.) — це особливі фондові цінності, які фіксують проміжні права партнерів у процесі укладання угоди. Вони не дають ні права власності, ні права на отримання доходу, але засвідчують право на купівлю або продаж цінних паперів різних видів (частіше акцій). Відповідно до ст. 1 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» «похідні цінні папери — це цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом терміну, визначеного договором (контрактом), цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів». Крім ф'ючерсів та опціонів (про них мова піде далі) до похідних інструментів відносять і низку інших грошових документів, у тім числі варант і ордер. Варант засвідчує права його власника на купівлю цінних паперів, які вперше випускаються емітентом варантів. Ордер (у вузькому, спеціалізованому розумінні цього слова) засвідчує право власності на цінні папери або право власника акцій компанії на додаткову першочергову купівлю інших акцій цієї компанії. Ордер випускається на термін понад рік і є самостійним предметом купівлі-продажу. Залежно від мети їхнього випуску цінні папери поділяються на фондові й комерційні. Перші призначено для формування капіталу (акції, облігації та ін.), другі — для опосередкування товарних відносин (векселі, акредитиви та ін.). Таке групування наближається до розмежування цінних паперів за сферою обертання (на фондовому і на грошовому ринках), про що вже йшлося. Як правило, фондові папери або є безстроковими, або діють понад рік, а комерційні є (переважно) короткотерміновими. Усі комерційні папери без будь-якого винятку є борговими. Вони випускаються недержавними емітентами і без спеціального забезпечення (застави). У певному розумінні комерційні папери є кредитними грошима і лише частково служать для інвестування капіталу. Виходячи з цільового призначення цінних паперів, їх можна підрозділяти на папери для інвестування, кредитування і розрахунків за постачання та зобов'язання. Як уже зазначалося, існують різні емітенти. Це також може бути підставою для класифікації цінних паперів: папери, випущені урядом, державними установами, місцевими органами влади, банками, державними підприємствами, акціонерними товариствами, іншими недержавними підприємствами. Цінні папери (це стосується тільки фондових цінних паперів) можуть обертатися на фондовій біржі і на позабіржовому ринку. За ознакою дроблення цінні папери підрозділяються на роздроблювані й нероздроблювані, тобто на такі, що їхню номінальну вартість може бути змінено (деноміновано), і на такі, номінальна вартість яких залишається незмінною протягом усього строку чинності паперу. Деномінація — це зміна номінальної вартості всіх цінних паперів певного виду, що супроводжується або їхнім дробленням, або консолідацією. Дроблення полягає в емісії цінних паперів певного виду меншої номінальної вартості та їх пропорційному розміщенні серед усіх власників таких цінних паперів. Консолідація — це заміна всіх цінних паперів певного виду на меншу кількість їх з пропорційним зменшенням кількості цінних паперів у всіх власників і пропорційним збільшенням номінальної вартості. Існують також і безномінальні цінні папери. Якщо

виходити з порядку передавання майнових прав або, інакше кажучи, з форми виплати дивідендів чи відсотків, то розрізняють іменні цінні папери, папери на пред'явника й переказні. Іменний цінний папір засвідчує право власності конкретної особи, а перехід цих прав потребує обов'язкової ідентифікації (підтвердження особи) власника. Цінний папір на пред'явника, навпаки, є безособовим, і перехід прав власності не потребує ідентифікації його попереднього власника. Поняття «переказний» цінний папір можна розглядати і в іншій площині — порівнюючи, скажімо, з «простим» цінним папером (це стосується векселів та облігацій). Наприклад, простий вексель (соло-вексель) — це документ, який містить нічим не обмежене зобов'язання векседавця сплатити певну суму грошей у зазначений термін і в обумовленому заздалегідь місці конкретній особі. Особа, що видала вексель, є платником за векселем. Переказний вексель (тратта) видає не позичальник, а кредитор (трасант). У такому разі вексель є наказом позичальникові (трасату) сплатити в зазначений термін певну суму названій третій особі (ремітенту) або пред'явнику векселя, якщо останній видано на пред'явника. Переказний вексель дає можливість кредитору розрахуватися з власними боргами. І ще на одну обставину слід звернути увагу: хоч переказний вексель наказує здійснити платіж, але він іще не зобов'язує трасата (боржника) зробити це, тому переказний вексель має бути акцептований письмовою згодою боржника на оплату. Усі цінні папери (незалежно від їхніх інших ознак) можна підрозділяти на ринкові, котрі можна перепродувати, і неринкові, які дозволено продати тільки один раз: емітент продає цінні папери інвестору, який у цьому разі є не тільки першим, а й останнім покупцем цінних паперів такого виду. Цінні папери можна не тільки продавати, а й дарувати або заповідати, що теж є однією з ознак їхньої класифікації. Одні цінні папери мають вільний обіг, інші — обмежений, а треті взагалі не обертаються на ринку. Не всі цінні папери навіть з вільним оборотом у тій чи іншій країні можна переказувати за кордон. За терміном погашення цінні папери групуються таким чином: короткотермінові, середньотермінові, довготермінові, безтермінові. Щодо часу погашення — одні папери підлягають погашенню тільки в указаний термін, а інші — будь-коли. Цінні папери з правом раннього погашення поділяються на ретроспективні (з обмеженням) і неретроспективні. Термін платежу за цінним папером може визначатися конкретною датою або така дата є відсутньою. Ця ознака також стає підставою для відповідного групування цінних паперів. На фондовому ринку обертаються цінні папери з відстроченням платежу і без такого. За складом реквізитів і характером обороту цінні папери поділяються на основні, в яких зафіксовано основне майнове право або вимога, і на допоміжні, які є підтвердженням додаткових прав, умов і вимог. Найтипівішим допоміжним цінним папером є купон, який свідчить про право його власника на відповідні відсотки або дивіденди. Існують різні види купонної ставки: фіксована, плаваюча, зі збільшенням, нульова, мінікупон, оплата на вибір і змішані види. Варті уваги такі купони, котрі навіть у разі, коли основний папір є іменним, видаються на пред'явника. Купони можуть вільно обертатися на ринку незалежно від основного цінного паперу. Самі ж цінні папери утворюють дві групи — купонні й безкупонні. За способом виплати доходу цінні папери класифікуються так: а) цінні папери з фіксованим платежем, до яких належать облігації та привілейовані акції; б) цінні папери з плаваючою ставкою, наприклад, облігації з

плаваючим відсотком, що залежить, головне, від облікової банківської ставки; в) цінні папери, дохід від яких безпосередньо залежить від розміру чистого прибутку підприємства (прості акції, інвестиційні сертифікати). Різновиди доходу взагалі відіграють чи не визначальну роль у класифікації цінних паперів. Наприклад, є цінні папери, дохід від яких виплачується без застережень, а є такі, котрі ставлять виплату доходу в залежність від одержання емітентом прибутку тощо. Є цінні папери з одноразовою виплатою доходу, а є — з постійною (багаторазовою) виплатою. За черговістю виплати цінні папери поділяються на першозаставні і на загальнозаставні, за ознакою відстрочення виплати — на цінні папери з відстроченим доходом і з невідстроченим. Виплата доходу може здійснюватися грошима (найчастіше), але може також і товарами (під цільові цінні папери). Важлива ознака цінних паперів — їх здатність конвертуватися (або брак такої здатності), що є відповідною підставою для класифікації. Законодавчо встановлено, що конвертація цінних паперів — це вилучення емітентом з обороту та анулювання цінних паперів якогось виду через їхній обмін на цінні папери іншого виду того самого або іншого емітента (у разі реорганізації першого). За ознакою території обігу цінних паперів вони звичайно поділяються на три групи: регіональні (облігації місцевих органів самоуправління), національні (папери внутрішнього фондового ринку), міжрегіональні (папери, котрі можуть вільно обертатися на території інших держав). За місцем реєстрації офісу емітента цінні папери поділяються на вітчизняні та іноземні. До іноземних належать цінні папери емітентів, котрі не є резидентами України і випуск яких (паперів) зареєстровано в інших країнах. В Україні практикується (і це передбачено законом) обертання так званої депозитарної розписки, котра є похідним цінним папером, випущеним емітентом, якого зареєстровано в Україні. Цією розпискою уряд засвідчує право власності інвестора на цінні папери іноземних інвесторів. Наявність міжнародних цінних паперів пояснюється інтернаціоналізацією ринку цінних паперів. До таких, зокрема, належать євроноти, що випускаються корпораціями на термін від трьох до шести місяців зі ставкою, яка змінюється. Випускаються також єврооблігації, котрі у вигляді позики можуть розміщуватися у будь-якій промислово розвинутій країні. Номінальна й ринкова ціни єврооблігацій виражаються в іноземній валюті, переважно у доларах США. Форми документів, у які «одягнуто» цінний папір, є дуже різноманітними: це й окремий сертифікат, і запис у реєстрі, і запис в угоді, і запис в комп'ютері. В узагальненому вигляді розрізняють документарну форму цінних паперів і бездокументарну. Документарна — це форма, за якої власник встановлюється на підставі пред'явлення сертифіката, а в разі депонування такого — за записом у рахунках депо. Бездокументарна — форма, за якої власник встановлюється на підставі запису в системі ведення реєстру власників цінних паперів або, у разі депонування цінних паперів, за записом у рахунках депо (рахунок депо — це сукупність записів в облікових реєстрах хранителя цінних паперів — депозитарія, необхідна для виконання договору депо з депонентом). Запровадження електронної техніки уможливило відмову від традиційного друкування цінних паперів на дорогих бланках з водяними знаками. На зміну традиції приходить запис на магнітних носіях інформації (стрічці, дискетах). У багатьох країнах з'явилася реальна можливість робити емісію цінних паперів без оформлення їх «паперового» (документарного) виду. Замість цього стали

практикуватися інші документи, передовсім виписки депозитаріїв, котрі використовуються для доказу прав власників цінних паперів. Але ще досить складно обійтися без «фізичного» паперового документа і така система під силу тільки країнам з високою культурою. Наприклад, у Швеції вже кілька років тому припинили виготовлення цінних паперів у «паперовій» формі. У Німеччині практикується «проміжний» стан щодо переходу до повністю електронного обліку цінних паперів: з одного боку, облік цінних паперів здійснюється в комп'ютерних системах і перехід цінних паперів фізично з рук у руки вже зник, а з іншого — акціонери досі мають право вимагати від емітента видачі «паперової» акції. Як показує досвід, дрібні акціонери переважно тримають акції на руках, а великі — в електронних системах, використовуючи при цьому глобальний сертифікат, котрий депо-нується в депозитарії. Різні види цінних паперів мають різний рівень надійності. Це послужило причиною розподілу їх на високоякісні (з високою ймовірністю повернення вкладеного капіталу та отримання доходу) та ординарні (більш ризиковані). Використовується також градація цінних паперів за старшинством: на першому місці — акції акціонерних товариств (класичний тип цінних паперів, ліквідних і вигідних); на другому — державні облигації; на третьому — облигації місцевих органів влади і корпорацій; на четвертому — похідні фінансові інструменти. З фактором надійності зв'язано цілу низку класифікаційних ознак. За видами забезпечення цінні папери підрозділяють на папери, випущені під заставу і під гарантію. Класифікуються цінні папери за видом застави: емісія під нерухоме майно, під рухоме майно, під фондові цінності, під майбутні податкові надходження, під дохід від проекту і т.д. Залежно від виду гарантії цінні папери поділяються на гарантовані зобов'язання і реорганізаційні папери. На класифікацію цінних паперів впливають також різновиди відповідальності за виконання зобов'язань: індосамент та аваль. Індосамент — передатний напис на зворотному боці документа, що засвідчує перевідступлення права власності на документ. Аваль — письмове поручництво, яке сприяє підвищенню довіри до фінансових можливостей власника документа. Існує й більш узагальнене групування: цінні папери забезпечені й незабезпечені. Можна згадати й інші класифікаційні ознаки групування цінних паперів. Наприклад, одні цінні папери можуть купувати будь-які особи (юридичні й фізичні), а інші — тільки юридичні, у зв'язку з чим створюються дві різні групи цінних паперів. Крім цього, існує поділ цінних паперів на ті, що реєструються, і ті, що не реєструються. За формою випуску — цінні папери які підлягають приватному (без публічного оголошення) або відкритому розміщенню (з публічним оголошенням). За способом розповсюдження — до безпосередньо розповсюджуваних і до розповсюджуваних тільки через дилерів. Існують три групи цінних паперів, зв'язаних із наявністю і видом їхнього викупу (відкликання) емітентом: папери з можливістю викупу всього випуску, викупу частини випуску і взагалі без права викупу. Є цінні папери, що індексуються і не індексуються, коректуються і не коректуються, папери з дисконтом і без нього, ті, що оподатковуються й неоподатковувані, навіть такі папери, як платні (котрі купують), так і розповсюджені безплатно (преміальні). Кількість типів, видів, різновидів і модифікацій цінних паперів значно більша, ніж є в ужитку термінів. Тому, з одного боку, деякі види цінних паперів можна визначити тільки описово, а з іншого — той самий термін використовується у назвах різних цінних паперів.

Прикладом цього може бути термін «сертифікат». Слово «сертифікат» французького походження (certificat), сягає своїми коренями до латинських «безсумнівний» (certus) і «роблю» (facio). Загальне значення цього слова — документ, що засвідчує той чи інший акт. Термін «сертифікат» є досить поширеним у різних сферах економічної діяльності. Наприклад, у зовнішній торгівлі сертифікат якості підтверджує якість товару, у морській справі видають сертифікат про мореходність судна. У термінології фондового ринку користуються поняттями глобального, ощадного, інвестиційного і компенсаційного сертифікатів. Так звані глобальні сертифікати вже давно застосовуються у світовій практиці обороту цінних паперів. Такий документ замінює, хоч і тимчасово, певну кількість цінних паперів у їхньому первинному вигляді — на звичайних бланках. Глобальний сертифікат має ті самі реквізити, що й окремо оформлений цінний папір і може бути доказом під час розгляду позову в суді. Завдяки цьому компактний документ спрощує діловодство і забезпечує гарантію безвідкличності зобов'язань емітента та гарантію здійснення прав інвестора. Глобальний сертифікат зручно зберігати в депозитарії, котрий веде загальний облік прав щодо цінних паперів. Відповідно до ст. 1 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», «глобальний сертифікат — документ, оформлений на весь випуск цінних паперів у бездокументарній формі, крім приватизаційних паперів, які засвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду, який підтверджує право на здійснення операцій з цінними паперами цього випуску в Національній депозитарній системі». Видача такого сертифіката практикується в Росії, і його власник набуває права вимагати від емітента виконання його зобов'язань. У старому ж сертифікаті вказується кількість цінних паперів, їхні види і номінальна вартість. Ощадний сертифікат — письмове свідоцтво банку про депонування коштів, яке засвідчує право вкладника на одержання після закінчення договірного терміну суми депозиту й оплати відсотків за користування ним. Ощадні сертифікати видаються строкові (під певний договірний процент на визначений термін), до запитання, іменні та на пред'явника. Іменні сертифікати обертанню не підлягають, а їх продаж (відчуження) іншим особам є недійсним. Ощадні сертифікати повинні мати такі реквізити: найменування цінного паперу — «ощадний сертифікат», найменування банку, що випустив сертифікат, та його місцезнаходження; порядковий номер сертифіката, дату випуску, суму депозиту, термін вилучення вкладу (для строкового сертифіката), найменування (ім'я) власника сертифіката (для іменного сертифіката); підпис керівника банку або іншої вповноваженої на це особи, печатку банку. Інвестиційний сертифікат — вид пайового інвестиційного цінного паперу, що випускається інвестиційним фондом або іншим інституціональним інвестором і засвідчує права на володіння паєм в інвестиційному фонді або у відповідному фонді іншого інституціонального інвестора. В інвестиційному сертифікаті можна бачити приклад накопичення коштів для їх наступного цільового використання. Сертифікати даного інвестиційного фонду можуть конвертуватися в сертифікати інших фондів, які мають таке саме підпорядкування. Інвестиційні сертифікати випускаються в документарній або в бездокументарній формі. Українським законодавством

термін розміщення їх не обмежується, однак випуск похідних цінних паперів від інвестиційних сертифікатів не допускається. І ще одне застереження: власниками інвестиційних сертифікатів не можуть бути особи, обмежені в правах щодо цінних паперів. Відповідно до Указу Президента України від 19.02.94 р. № 55/94 «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» інвестиційним сертифікатом визнається «цінний папір, який випускається виключно інвестиційним фондом або інвестиційною компанією і дає право його власникові на отримання доходу у вигляді дивідендів». З багатьох видів цінних паперів виберемо акції, облігації, ф'ю-черси та опціони як найпоширеніші й розглянемо їх докладніше.

2.2 Акції Відповідно до ст. 4 Закону України «Про цінні папери і фондову біржу»: акція — цінний папір без установленого терміну обігу, що засвідчує пайову участь у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в ньому, право на участь в управлінні ним, а також на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду і на участь у розподілі майна за ліквідації акціонерного товариства. Акції можуть бути іменними, на пред'явника, привілейованими та простими. Переважна більшість акціонерів мають у власності, як правило, прості іменні акції. Акції випускає акціонерне товариство. Воно робить це, коли створюється, за будь-яких змін форми власності, за злиття з іншим (іншими) акціонерним товариством і за розширення масштабів своєї діяльності збільшенням статутного фонду. Випуск акцій є обов'язковою умовою створення акціонерних товариств, які у світовій економіці закріпилися як найефективніші форми підприємств взагалі. На купівлю акцій припадає близько 30% фінансування підприємницької діяльності у провідних країнах світу. Акція є своєрідною одиницею виміру економічних інтересів її власника, тобто становить зафіксований комплекс прав, що їх власник (утримувач) акції одержав в обмін на вкладений ним у статутний фонд акціонерного товариства капітал. Акція є неподільною. Якщо одна акція належить кільком особам, усі вони визнаються за одного власника і можуть здійснювати свої права через когось одного з них. Мінімальна номінальна вартість акцій не може бути менша за одну копійку. Матеріально акцію репрезентує акціонерний сертифікат, котрий виготовляється друкарським способом з кількома системами захисту. За такої (документарної) форми випуску акцій акціонерне товариство зобов'язане видати акціонерам сертифікати на ту кількість акцій, які кожен з них має у власності, і зробити це необхідно не пізніше трьох місяців з дня реєстрації випуску акцій.

Законодавством України визначено порядок придбання акцій. Акції можуть купувати фізичні та юридичні особи. Останні купують їх за рахунок коштів, що залишаються в їхньому розпорядженні після сплати податків і відсотків за банківський кредит. Акції видаються власнику (утримувачу) тільки після оплати їхньої вартості та реєстрації випуску. Випуск акцій та їх придбання становлять економічний інтерес як для емітента, так і для інвестора. Для емітента випуск акцій є джерелом капіталу для створення акціонерного товариства або для його розвитку. Емітента цілком влаштовує те, що він не зобов'язаний повертати інвесторам капітал, що його вони вклали в акції і котрий у такий спосіб стає довготерміновим фінансуванням витрат емітента. Акції мають ту перевагу перед облігаціями, що уможливають контроль за промисловими, торговельними і фінансовими інститутами, полегшують їхню реорганізацію чи злиття, якщо це диктується прагматичними міркуваннями. Не менший інтерес до

акцій виявляють покупці (інвестори). Головне — це одержання доходу, котрий в цьому разі набирає форми дивідендів як частини прибутку акціонерного товариства. Але акція як об'єкт права власності виражає категорію права, а не матеріальну сутність будь-яких конкретних речей. Для того щоб власник акції одержав дивіденд, потрібен прибуток, а він завжди буде, якщо акціонерним товариством добре керувати. Права на участь в управлінні справами акціонерного товариства є для інвестора певною гарантією забезпечення прибутковості цього товариства. Ця гарантія стає тим більш надійною, чим більшу частку всіх акцій зосереджено в руках акціонера, який прагне реально управляти справами товариства. Для залучення акціонерів товариство надає їм ряд пільг, зокрема знижку за купівлі продукції, що її випускає акціонерне товариство, або переважне право на придбання акцій нових випусків. Тепер усе частіше реалізується принцип, за яким кількість голосів акціонерів на загальних зборах визначається відповідно до кількості простих акцій, що їх мають у власності юридичні чи фізичні особи. Інакше кажучи, влада в акціонерному товаристві розподіляється пропорційно до частки кожного власника в акціонерному капіталі. Акція має вартість, тобто ціну (терміни «вартість» і «ціна» тут є синонімами). Розрізняють передовсім номінальну вартість (номінальну ціну) і ринкову вартість (ринкову ціну). Номінальна вартість указується на лицьовому боці акції (тому номінальну вартість інколи називають ще лицьовою). У деяких країнах номінальна вартість на бланку акції не проставляється, але в такому разі зазначається, на скільки частин (акцій) розділено капітал акціонерного товариства. У будь-якому разі продаж і купівля акцій відбуваються здебільшого не за номінальною, а за ринковою ціною. Ринковою ціною (вартістю) є ціна (вартість) акції на кожний даний момент на ринку цінних паперів. Її рівень визначається попитом і пропонуванням, тобто угодою між продавцем і покупцем. Саме тому ринкову ціну інколи називають ціною виконання операції. У цьому розумінні акція нічим не відрізняється від інших товарів: що більший попит і менше пропонування, то вища ціна, і навпаки. Правники визначають ринкову вартість приблизно так: ринкова вартість акції — це ціна, за якою продавець, що має повну інформацію про вартість акції і не зобов'язаний її продавати, погодився би продати її, а покупець, котрий теж має вичерпну інформацію про вартість акції і не зобов'язаний її придбати, погодився б її придбати. Крім цих двох видів вартості акції, інколи користуються ще поняттями емісійної і балансової вартості. Емісійна вартість визначається за випуску акцій: саме за нею продають акції першому покупцеві. Якщо акції продає сам емітент, емісійна ціна може дорівнювати номінальній. Коли ж до продажу залучаються посередники, тоді емісійна ціна підвищується для оплати посередницьких послуг. Балансова вартість акції визначається за даними бухгалтерського балансу: це вартість однієї акції, коли б акціонерне товариство підлягало ліквідації в даний момент. Цей вид вартості називають також «книжковою» вартістю, а величина її обчислюється поділом акціонерного капіталу на кількість акцій товариства. Для уточнення суті балансової вартості можна навести ще одне визначення: балансова вартість акцій — це частка від ділення чистої вартості активів корпорації на кількість випущених і розповсюджених її акцій. Балансова вартість визначається, як правило, під час аудиторської перевірки з метою визначення надійності емітента перед тим, як допустити його до біржових торгів. Крім вартості (ціни) акції застосовуються

також поняття «курсова вартість» і «курс». Їх ми розглянемо після з'ясування поняття «дивіденд». Дивіденд (від латинського *dividendus*, тобто такий, що підлягає поділу, або частина від поділу) — це частина загальної суми чистого прибутку акціонерного товариства, яка розподіляється між акціонерами у вигляді певної частки від вартості їхніх акцій, тобто пропорційно кількості акцій кожного акціонера. Під чистим прибутком розуміють частину валового прибутку, що залишається в розпорядженні акціонерного товариства після сплати всіх податків, зборів та офіційних відрахувань. Інакше кажучи, дивіденди виплачуються в останню чергу і їх розмір встановлюється рішенням загальних зборів акціонерів (це правило стосується звичайних акцій). Дивіденди виплачуються з чистого прибутку минулих років (після підбиття фінансового підсумку і складання балансу). Дивіденди можна виплачувати готівкою, а також продукцією чи додатковими акціями даного акціонерного товариства. Дивіденди, як правило, виплачують щоквартально, але з рішення ради директорів корпорації виплати можуть здійснюватися один раз на півроку або навіть один раз на рік. У періоди економічних криз, спадів виробництва та економічних реформ дивіденди частіше не виплачуються, ніж виплачуються. Якщо прибуток доцільно спрямувати на розвиток акціонерного товариства, то з рішення зборів акціонерів дивіденди можуть не виплачувати не тільки кілька місяців, а й кілька років. Та й розмір дивідендів різний. Відтак купівля акцій — річ, з одного боку, спокуслива, а з іншого — ризикована. У міру можливостей законодавство намагається зменшити ризик. Наприклад, згідно із законом беззаперечне право на одержання дивідендів мають акціонери, котрі були власниками акцій на першу дату виплати дивідендів. Не допускається встановлення будь-яких пільг чи обмежень для різних власників акцій того самого виду. Дивіденди за простими (звичайними) акціями виплачуються пропорційно кількості акцій. У добу переходу країни до нових ринкових відносин, коли не всі підприємства одержують достатньо чистого прибутку для наступного його розподілу між акціонерами, досить привабливою формою розрахунку з ними є так звана «капіталізація доходів», коли дивіденди виплачуються у вигляді нових акцій (про це вже згадувалося). Ідеться фактично про реінвестування капіталу в те саме підприємство, куди було зроблено інвестування. Ті нові акції, котрі акціонер одержав замість грошей, не є, власне, дивідендом. Ліпше так і сказати — «замість дивіденду». Проте ця практика набула поширення не тільки в країнах з перехідною економікою. Для емітента така форма оплати акціонерам особливо приваблива, коли він відчуває брак готівки. Трішки заспокоюється й акціонер, який одержує хоч щось. Розрахунок вартості додаткових акцій досить простий — якщо акціонерне товариство оголосило 7% дивіденд у формі додаткових акцій, то власник, наприклад, 100 акцій одержить на руки додатково 7 акцій. Знову підкреслимо, що «капіталізація доходів» є свого роду авансом, векселем на ще не одержаний прибуток. Коли це можливо, то дуже бажано поєднувати «капіталізацію доходів» із частковими готівковими виплатами. Тепер про поняття «курсова вартість» і «курс». Поняття «курсова вартість» адекватне поняттю «ринкова вартість». Такими самими синонімами є поняття «курсова ціна» і «ринкова ціна». Поняття «курс» використовується двояко: у більшості випадків як синонім понять «курсова вартість (курсова ціна)» і «ринкова вартість (ринкова ціна)», але інколи поняттям «курс» користуються для вираження відношення ринкової ціни до номіналу, тобто як відносною величиною,

коефіцієнтом. У нашому посібнику ми користуємось ним тільки як синонімом поняття «курсова вартість». Вище вже говорилося, що ринкова ціна (курсова ціна) акцій залежить від багатьох факторів, передовсім від попиту і пропонування акцій даного акціонерного товариства. Водночас існує нижня і верхня межа, а також середній рівень ціни. Ціна акції перебуває у функціональній залежності від доходу й дохідності. Дохідність є відношенням доходу до ціни, а сам дохід складається з двох складових: це передовсім виплата дивідендів (перша складова) і курсова різниця, тобто можливість продати акцію дорожче, ніж її було куплено (друга складова). Дохідність від дивідендів обчислюється за формулою: $\frac{D}{C}$, де g — дохідність від дивідендів; D — одержані дивіденди в загальній сумі; C — ціна купівлі акції. Дохідність від продажу акції обчислюється за формулою: $\frac{C_{пр} - C}{C}$, де $g_{пр}$ — дохідність від продажу акцій; $C_{пр}$ — ціна продажу акцій. Власник акцій може одержати дохід від дивідендів і дохід від наступного продажу акцій. У цьому разі дохідність обчислюється за формулою: $\frac{D + C_{пр} - C}{C}$, де g — кінцева (інтегральна) дохідність. Після нескладних алгебраїчних перетворень формула матиме вигляд: $C = \frac{D}{g + 1} + C_{пр}$. З цього рівняння випливає, що ціна акції прямо пропорційна сумі двох доходів ($D + C_{пр}$) і обернено пропорційна дохідності ($g + 1$). Розмір дивідендів залежить від виробничої діяльності акціонерного товариства, а ціна продажу акції — від співвідношення попиту на цей вид цінних паперів на фондовому ринку і пропонування його. Ці показники аналізуються і прогнозуються перед тим, як використовувати їх у формулах. Особлива увага звертається на показник дохідності, котрий має міститися в певному інтервалі. Межі зумовлюються рядом зовнішніх факторів. Нижня межа звичайно встановлюється на рівні позичкового відсотка банку. Якщо, наприклад, цей показник становить 6%, то інвестору немає сенсу купувати акції не тільки з меншою, а навіть з такою самою дохідністю, оскільки надійність регулярної виплати банком позичкових відсотків є незрівнянно вищою, ніж надійність виплати дивідендів. Відтак банківський відсоток є нижньою межею дохідності акції. Проте якщо інвестор має можливість вкласти свій капітал під більший відсоток, ніж банківський, наприклад під 8%, з таким самим рівнем надійності, тоді ці 8% стануть нижньою межею дохідності даних акцій, на яку може погодитися інвестор. У загальному вигляді така умова описується нерівністю де j — дохідність акції, а j_a — дохідність альтернативного об'єкта інвестиції, що береться за нижню межу дохідності даної акції. Ще раз підкреслимо, що ця нерівність правомірна за умови, якщо надійність альтернативного об'єкта інвестиції не нижча за надійність даної акції. Додатково зауважимо: коли інвестор має сумнів щодо надійності кредитів банку, він може збільшити показник позичкового відсотка (звичайно у своїх розрахунках) на розмір плати за ризик. Нерівність, що розглядається, словами можна описати так: дохідність даної акції має бути не нижчою за дохідність альтернативного об'єкта інвестиції. Верхня межа дохідності встановлюється з меншою точністю. Для цього аналізують загальну ситуацію на фондовому ринку або, конкретніше, можливість досягнення компанією, акції якої передбачено придбати, такого ж високого рівня дохідності, котрий мають аналогічні компанії, що досягли найбільших успіхів. Однак оптимізм у цій справі має бути помірним, бо сподівання на дуже високі доходи, на жаль, частіше нагадують будівництво повітряних замків. Але якісь межі інтервалу доцільно враховувати, визначаючи рівень дохідності за розрахунку

вартості акції. Вартісний аналіз не обмежується названими показниками. В арсеналі засобів аналізу є чимала кількість показників (відносних за формою), котрі, зокрема, виражають співвідношення між тими чи іншими вихідними (абсолютними за формою) показниками: між ринковою ціною акції та її номінальною ціною; між ринковою ціною і балансовою ціною; між ринковою ціною і «книжковою» вартістю; між ринковою ціною і доходом на одну акцію; між вартістю дивідендів і кількістю акцій; між вартістю дивідендів і чистим прибутком і т.д. Поряд з відношеннями названих показників для аналізу використовують різницю між ними. Наприклад, якщо ринкова ціна перевищує номінальну, таку різницю називають «ажіо», а якщо вона нижча, то застосовується термін «дизажіо». Показники аналізу акцій використовуються для визначення тактичних дій акціонерних товариств. Так, акціонерне товариство за рахунок коштів, що надійшли від продажу акцій за ціною вищою від номінальної, може викуповувати власні акції для їх наступного перепродажу або анулювання. Ці акції мають бути реалізовані або анульовані, як вимагає закон, в термін, що не перевищує одного року. Протягом цього періоду розподіл прибутку, а також голосування і визначення кворуму на загальних зборах акціонерів відбувається без урахування придбаних акціонерним товариством власних акцій. Аналіз конкретизується, коли йдеться не просто про акцію, а про той чи інший її конкретний різновид. Акції за реквізитами неоднорідні й групуються за певними класифікаційними ознаками. Розглянемо основні засади такого групування. За способом передавання акцій від однієї особи до іншої або, інакше кажучи, за ознакою персоналізації акцій, вони підрозділяються на іменні та на пред'явника. Іменною зветься акція, що в ній вказано ім'я її власника. Дві особливості іменної акції: по-перше, ім'я власника обов'язково заноситься до книги реєстрації (реєстр), яку веде або сам емітент, або на його доручення особа (установа), що спеціалізується на цьому (депозитарій, реєстратор); по-друге, іменні акції, як правило, існують у документарній (сертифікатній), а не електронній формі. За більш розвинутих ринкових відносин користуються здебільшого акціями на пред'явника, тобто без зазначення імені її власника. Вона не реєструється і фактичного володіння нею досить, щоб підтвердити статус акціонера. Ясна річ, що це значно спрощує процедуру обігу таких акцій на фондовому ринку. Акції на пред'явника можна продавати й купувати на вторинному ринку без реєстрації їхнього нового власника. Емітент, що випустив акції на пред'явника, може навіть не знати, хто в нього є акціонером і якою кількістю акцій його підприємства володіють конкретні інвестори. Перехід таких акцій з власності одних інвесторів у власність інших не потребує жодної реєстрації (юридичного оформлення). Їх просто передають з рук у руки. Акція на пред'явника — на відміну від іменної — може існувати як у документарній (паперовій), так і в електронній (безпаперовій) формі. Нагадаємо, що в документарній формі на бланку ім'я власника не зазначається. Якщо акцію випущено у вигляді комп'ютерного запису, то в файлі електронного депозитарію проти прізвища власника просто вказується кількість акцій. До акції, випущеної у вигляді документарного цінного паперу на пред'явника, може додаватися купонний листок на виплату дивідендів. Купон включає такі дані: серійний номер купона, серійний номер акції, назву акціонерного товариства (емітента) і дату виплати. І ще одна деталь акції на пред'явника — вона має бути обов'язково оплаченою інвестором. Незалежно від групування акцій за вищеназваними

класифікаційними ознаками вони групуються також і за цілим рядом інших ознак. Наприклад, за ступенем вільного обігу акції поділяються на відкриті, тобто акції, що можуть вільно обертатися, і закриті, які не мають такої властивості. Коли емітент пропонує свої акції на продаж усім потенційним інвесторам, а не якійсь конкретній групі, то такий випуск є відкритим, а якщо навпаки — то закритим. Акції закритих випусків мають обмежений обіг, або взагалі перебувають поза обігом. Звичайно акції продаються, тобто є платними, але існують і безплатні акції, котрі емітент просто передає інвестору у власність. Оплачувати вартість акцій можна грошима, майном, майновими і немайновими правами, іншими цінними паперами. Безплатна акція — це вид цінного паперу, що розподіляється серед акціонерів даного акціонерного товариства на безоплатній основі, як правило, пропорційно кількості раніше набутих ними звичайних акцій. Варто нагадати також і про існування безномінальних акцій (без зазначення номінальної вартості). Особливе значення мають права власників акцій. Щодо цього акції поділяються на: 1) звичайні (прості); 2) привілейовані. Звичайна акція засвідчує такі права її власника: а) на участь в управлінні справами акціонерного товариства; б) на одержання дивідендів (не гарантованих і не фіксованих); в) на певну частину майна, яке залишається після ліквідації акціонерного товариства. Статутом акціонерного товариства можуть бути передбачені також інші права власника звичайних акцій. Але названі є обов'язковими з тими, однак, застереженнями, що виплата дивідендів цілком залежить від результатів діяльності акціонерного товариства, керівництво якого не дає власникові звичайних акцій будь-яких гарантій щодо термінів і розмірів виплати дивідендів, а за ліквідації акціонерного товариства власник звичайної акції отримує вкладене тільки після задоволення інтересів власників облігацій і привілейованих акцій. Звичайні акції можуть бути «даровими», тобто розподілятися серед акціонерів пропорційно вартості акцій, які вже є в них на руках. Такі модифікації акцій звичайно обертаються на позабіржовому ринку і реалізуються в найзаможнішому прошарку населення (зокрема випуск таких «дарових» акцій широко практикується в Німеччині). Кажучи про звичайні акції, можна згадати й таку їхню модифікацію, як «обмежені акції». Вони забезпечують власникам звичайні дивіденди, але не дають права голосу або обмежують можливість його здійснення. Іще різноманітнішими є привілейовані або преференційні акції (*preferense* — перевага). Вони можуть бути кумулятивними й некумулятивними, конвертованими й неконвертованими, відкличними й невідкличними, з фіксованою ставкою й нефіксованою, з пайовою участю або без такої. Привілейована акція засвідчує такі права її власника: а) на одержання дивідендів, як правило, фіксованих, що виплачуються незалежно від результатів діяльності акціонерного товариства; б) переважне право (порівняно із власниками звичайних акцій): • на першочергове одержання дивідендів; • на пріоритетну участь у розподілі майна акціонерного товариства за його ліквідації (якщо цей пріоритет передбачено умовами випуску акцій). Виплата дивідендів на привілейовані акції здійснюється в розмірі отриманого акціонерним товариством прибутку. Якщо прибуток у відповідному році був недостатнім, то виплата дивідендів на привілейовані акції здійснюється з резервного фонду, коли ж розмір дивідендів, що виплачуються акціонерам на прості акції, значно перевищує фіксований розмір дивідендів на привілейовані акції, власникам останніх можуть доплачувати відповідну суму (див. нижче). За

ліквідації акціонерного товариства власник привілейованої акції одержує пропорційну частину майна цього товариства в передостанню чергу, тобто після розрахунку емітента з державою, кредиторами і трудовим колективом (власник звичайної акції одержує свою частку останнім). Отже, привілейована акція передбачає, що дивіденди на неї не залежать від результатів діяльності акціонерного товариства. Вона забезпечує інвесторові фіксований дохід, котрий емітент зобов'язаний виплатити незалежно від того, чи він отримав прибуток за минулий господарський рік, чи ні. Цікавими є привілейовані акції з пайовою участю. Вони дають можливість їхнім власникам одержати додаткові дивіденди понад фіксовану суму в тому разі, коли дивіденди на звичайні (прості) акції перевищують цю суму, тобто вони забезпечують участь власників привілейованих акцій у розділі прибутку, що залишився (надприбутку). У статуті кожного акціонерного товариства звичайно визначається межа розміру дивідендів на звичайні акції, за перевищення якої починають зростати дивіденди на привілейовані акції. Усі ці переваги врівноважуються тим, що власник привілейованої акції не має права брати участь в управлінні акціонерним товариством, не має права голосу на зборах акціонерів (утім, як виняток, статут акціонерного товариства може визнати за ним таке право). Привілейований статус акції можна розглядати як компенсацію за позбавлення права голосу. Є ще одне обмеження: привілейовані акції не можуть бути випущені на суму, що перевищує 10% статутного фонду акціонерного товариства. І взагалі, порядок переважного права на одержання дивідендів визначається умовами випуску. За можливістю накопичення невиплачених дивідендів привілейовані акції поділяються на кумулятивні й некумулятивні. Більшість привілейованих акцій мають властивість кумуляції (*cumulatio* — накопичення) дивідендів, що надає цим акціям підвищеної надійності. Підставою для такого привілею є правило: дивіденди, котрі не були виплачені акціонерам протягом певного періоду (навіть протягом кількох років) все одно накопичуються й нараховуються власникам привілейованих акцій. Вони отримують дохід у наступному році за пропущеним (пропущеними), і цей дохід складатиметься із суми дивідендів, нарахованих за всі пропущені роки, інакше кажучи, в одній виплаті акумулюються кілька дивідендів. Натомість власники некумулятивних привілейованих акцій втрачають свій дохід за будь-який час, протягом якого не оголошувалася виплата дивідендів. Некумулятивна акція не дає змоги приєднати невиплачені дивіденди до дивідендів наступних років. Накопичення коштів з кумулятивних акцій (кумуляція дивідендів) відбувається в так званих аріях (*arrear* — заборгованість). Усі арії виплачуються акціонерам до оголошення про виплату дивідендів на звичайні акції. Кумулятивні дивіденди надають привілейованим акціям підвищеної надійності і деякої спекулятивності, оскільки з погіршенням фінансового стану акціонерного товариства арії накопичуються, а з поліпшенням — виплачуються у повному розмірі. Відтак на фондовому ринку зі збільшенням прибутків акціонерного товариства зростатиме попит на кумулятивні акції, а арії одержить той, хто купить ці акції перед моментом оголошення про виплату дивідендів (ясна річ, якщо цю виплату буде взагалі оголошено). Привілейовані акції емітент може випустити як конвертовані (конвертабельні) привілейовані акції. Слово «конвертація» (перетворення) тут означає властивість привілейованих акцій обмінюватися за обумовленою ставкою на певну кількість звичайних акцій чи облігацій даного емітента (і

навпаки). Динаміка курсів таких акцій близька до динаміки курсів звичайних акцій і тим відрізняє їх від інших (неконвертованих) привілейованих акцій. Неконвертовані акції не мають можливості змінити свій статус. Емітент може залишити за собою право відкликання привілейованих акцій, тобто право будь-коли викупити ці акції за номінальною ціною і компенсаційною надбавкою. На фондових ринках деяких країн трапляється ще один вид привілейованих акцій — це акції з відстроченим дивідендом. Такі акції випускають тільки для засновників даного акціонерного товариства. Дивіденди на них не виплачують доти, доки на звичайні акції не виплачено дивіденди за максимально встановленою квотою. Частина прибутку, що залишилася, частково або повністю розподіляється між власниками згаданих акцій. Удосконалення привілейованих акцій, поява нових різновидів і нових пільг може розглядатися як типова риса фондового ринку в останні десятиліття. Прикладом розширення пільг може бути можливість коректування ставки дивідендів. Акції з коректованим дивідендом цікаві тим, що сума доходу, який виплачується, збільшується (звичайно щоквартально) з урахуванням змін відсоткових ставок на короткотермінові державні облігації або позичкового відсотка на банківські кредити. Тому не викликає подиву підвищений інтерес, що його виявляє фондовий ринок до привілейованих акцій. Наприклад, якщо в США вартість привілейованих акцій у загальній вартості всіх акцій 1981 р. становила всього 7%, то вже 1992 р. цей показник зріс до 27%. У чому ж полягає секрет такого успіху привілейованих акцій? Великі й різноманітні пільги, що уможливають отримання підвищеного і стійкого (надійного) доходу, роблять привілейовані акції привабливими для інвесторів. Емітентів привілейовані акції також улаштовують. Річ у тім, що саме привабливістю пільгових акцій емітент може залучити великий капітал, а ціла низка обмежень діяльності власників «безголосих» акцій дає змогу емітентові не допускати «сторонніх» до управління, не розпоршувати статутний фонд, зберігати контрольний пакет акцій. Принцип «візьми своє і не втручайся» багатьох емітентів і багатьох інвесторів цілком влаштовує. А коли обидві сторони задоволені якимось видом акцій, значить, у нього є перспектива.

2.3 Облігації

Відповідно до ст. 10 Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» облігація — це цінний папір, що засвідчує внесення її власником певної суми коштів і підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного паперу в умовлений термін з виплатою фіксованого відсотка (якщо інше не передбачене умовами випуску). Як бачимо, фіксується і вартісний, і часовий показник, що є найсуттєвішою ознакою облігації як одного з видів боргових інвестиційних паперів. Облігації усіх видів розповсюджуються серед підприємств і громадян на добровільних засадах. Випускаються облігації таких видів: а) внутрішніх республіканських і місцевих позик; б) облігації підприємств. Облігації підприємств можуть випускати підприємства всіх передбачених законом форм власності, об'єднання підприємств, акціонерні та інші товариства. Власники таких облігацій не мають права на участь в управлінні. Умови випуску й розповсюдження облігацій підприємств визначаються згаданим Законом, іншими законодавчими актами України і статутом емітента. Облігації можуть бути іменними і на пред'явника, відсотковими і безвідсотковими (цільовими), такими, що мають вільний обіг або з обмеженням обігу. Облігації внутрішніх республіканських і місцевих позик випускаються тільки на пред'явника.

Обов'язковим реквізитом цільових облігацій є точне визначення товару (послуг), під який їх випущено. Облігації підприємств повинні мати такі реквізити: найменування цінного паперу — «облігація», фірмове найменування і місцезнаходження емітента облігацій; фірмове найменування або ім'я покупця (для іменної облігації); номінальну вартість облігації; терміни погашення, розмір і терміни виплати відсотків (для відсоткових облігацій); місце і дату випуску, а також серію і номер облігації; підпис керівника організації-емітента або іншої вповноваженої на це особи, печатку емітента. Крім основної частини, до облігації може додаватися купонний листок на виплату відсотків. Він повинен мати: порядковий номер купона на виплату відсотків; номер облігації, на яку виплачуються відсотки; найменування емітента і рік виплати відсотків. Облігації, запропоновані для відкритого продажу з наступним вільним обігом (крім безвідсоткових облігацій), завжди містять купонний листок. Характерні ознаки облігації найбільш чітко помітні, коли порівнювати її з акцією. Облігація й акція належать до різних видів цінних паперів: акція — це право на власність, а облігація — право на позику. Власник акції бере участь в управлінні акціонерним товариством, а власник облігації — ні. Проте останньому гарантується стабільний дохід (у вигляді твердої відсоткової винагороди), тоді як дивіденди з акцій можуть бути як великими, так і малими, і навіть певний час взагалі не виплачуються акціонеру. Акції зв'язані з підвищеним ризиком, але і з надією отримати максимально великий прибуток. Облігації, натомість, гарантують хоч і не дуже великий, але стабільний дохід, що завжди приваблює небагатого інвестора, котрий не любить ризикувати. Відтак кожний інвестор може вибрати такий спосіб капіталовкладень, котрий йому більше «до душі».

Майнові права, що забезпечуються власникові облігацій, визначаються умовами випуску. Згідно з українським законодавством мінімальна номінальна вартість облігацій не може бути меншою за 5 грн. Номінальна вартість облігацій більша за 5 грн. має бути кратною мінімальній вартості (10, 15, 20, 50, 100 і т.д.). Розрізняють номінальну, викупну й курсову вартість облігацій. Остання складається під впливом попиту й пропонування на фондовому ринку. Курс звичайно виражається у відсотках до номіналу облігації. Поряд з облігаціями вітчизняних емітентів в Україні можуть обертатися також іноземні облігації, наприклад облігації Міжнародного банку реконструкції й розвитку, Міжнародного валютного фонду та ін. Критерії поділу облігацій на вітчизняні та іноземні такі самі, як і для акцій, — місце реєстрації головного офісу емітента, а також територія, на якій відбувається оборот випущених ним облігацій. Придбати облігації можуть громадяни та юридичні особи України як за власні кошти, так і за позичкові. Законодавством України передбачено певну процедуру випуску облігацій. Випуск облігацій зовнішньої позики здійснюється на підставі указів Президента України щодо кожного випуску окремо в межах затвердженого Верховною Радою України ліміту зовнішнього боргу України, а рішення про випуск облігацій внутрішньої позики приймає Кабінет Міністрів України. Такі укази й рішення дають фінансово-економічне обґрунтування випуску, визначають порядок виплати доходу й погашення облігацій, валюту випуску (для зовнішніх позик) та ін. Одним з видів державних облігацій є казначейські зобов'язання. Рішення про випуск довготермінових і середньотермінових казначейських зобов'язань ухвалює уряд, а короткотермінових — Міністерство фінансів. Рішення про випуск місцевих позик приймають органи місцевого

самоврядування. Відповідно до Положення «Про порядок випуску та обігу облігацій місцевих позик», затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 13.10.97 р. № 48, облігація місцевої позики — це цінний папір, що засвідчує внесення її власником відповідних коштів у місцевий бюджет і підтверджує зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного паперу в установлений умовами випуску термін з виплатою фіксованого відсотка (якщо інше не передбачене умовами випуску). Емітентом таких облігацій є рада відповідного рівня. Вона може вповноважити інші органи місцевого самоврядування або виконавчі органи здійснити необхідні організаційні заходи, зв'язані з емісією облігацій місцевої позики. Випуск та обіг облігацій місцевої позики Автономної Республіки Крим здійснюється відповідно до вимог цього Положення. Розміщення облігацій місцевих позик відбувається тільки на добровільних засадах. Їх власниками можуть бути юридичні та фізичні особи, резиденти та нерезиденти України. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку може окремо регламентувати порядок придбання облігацій місцевої позики нерезидентами України. Облігації місцевої позики випускаються в документарній формі на пред'явника або у бездокументарній формі з урахуванням законодавства про депозитарну діяльність. Мінімальна номінальна вартість такої облігації не може бути меншою за 1 копійку. Номінальна її вартість, що перевищує 1 коп., має бути кратною мінімальній номінальній вартості. Забезпечення випуску облігацій місцевої позики здійснюється відповідно до чинного законодавства. Джерелом їх погашення не можуть бути кошти від випуску нової місцевої позики. Погашення цих облігацій будь-якими іншими цінними паперами або їх конвертація у будь-які інші цінні папери забороняється. Випуск облігацій місцевої позики здійснюється із зазначенням мети випуску. Максимальний розмір сумарної вартості випусків облігацій місцевої позики не може перевищувати 30% дохідної частини бюджету емітента за попередній рік. У разі, коли основною дохідною частиною бюджету емітента є відрахування, дотації, субвенції, отримані з бюджетів вищого рівня, обсяг випуску цих облігацій на бюджетний рік погоджується з Міністерством фінансів України. Емітент має право на опублікування інформації про випуск облігацій тільки після реєстрації майбутнього випуску у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку. Загальний реєстр випуску облігацій місцевої позики ведеться Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. В економічно розвинутих країнах світу дохід на облігації звичайно коливається в межах від 6 до 12%. Для того щоб підвищити відсоткову ставку, емітент погоджується на проведення рейтингової оцінки на надійність. За визначення рейтингу облігацій беруться до уваги розміри нематеріальних активів емітента, прогнозні дані розвитку галузі, рівень і перспективи диверсифікації виробництва та портфеля цінних паперів, конвертованість облігацій та інші параметри. Ринкова ціна облігації буде тим більшою, що частіше нараховуватиметься з неї дохід, оскільки в цьому разі сума ви-плат збільшуватиметься за незмінної річної відсоткової ставки. Такі облігації вважаються цінними паперами високого класу. Якщо емітенти не беруть на себе реальних зобов'язань щодо підтримання надійності облігацій, то державним органам, які контролюють фондовий ринок, доводиться обмежувати коло юридичних і фізичних осіб, котрі матимуть право придбати такі безрейтингові облігації. Кошти, одержані від реалізації облігацій зовнішніх і внутрішніх позик та облігацій місцевих позик, спрямовуються

відповідно у державний і місцеві бюджети та в позабюджетні фонди органів місцевого самоврядування. Указом Президента України «Про впорядкування внутрішніх та зовнішніх запозичень, що провадяться органами місцевого самоврядування» встановлено, що: — розмір випуску облігацій внутрішніх місцевих позик, а також позик та кредитів, які отримують органи місцевого самоврядування в банківських установах, визначається місцевими радами під час затвердження відповідних бюджетів і може уточнюватися за внесення змін чи доповнень до них (з обов'язковим погодженням із Міністерством фінансів України); — кошти від випуску облігацій внутрішніх місцевих позик, позики та кредити, які отримують органи місцевого самоврядування в банківських установах, залучаються лише для фінансування відповідного місцевого бюджету з обов'язковим включенням до нього витрат на обслуговування зазначеного боргу. 24 червня 1998 р. було прийнято Указ Президента України «Про оподаткування операцій з державними цінними паперами», котрий встановлює, що до 1 січня 2003 р. не підлягають обкладанню прибутковим податком доходи від інвестицій у відсоткові та безвідсоткові (дисконтні) облігації внутрішніх державних позик або в казначейські зобов'язання, випущені (емітовані) з рішення Кабінету Міністрів України чи іншого уповноваженого державного органу і продані (розміщені) в Україні, починаючи з 1 червня 1998 р. До сукупного оподаткованого доходу, одержаного громадянами, не включаються виграші, відсотки, дисконти на облігації внутрішніх державних позик та казначейські зобов'язання. Ці суми не враховуються також за визначення бази оподаткування податками і зборами (обов'язковими платежами), котрі нараховуються на фонд оплати праці. За операції з облігаціями внутрішніх державних позик та казначейськими зобов'язаннями, у тім числі біржовими, державне мито не справляють. Від якісної характеристики облігацій перейдемо до кількісної. Облігації остаточно зайняли перше місце серед інструментів мобілізації фінансових ресурсів: якщо світове фінансове багатство взяти за 100%, то готівка становитиме 14%, акції — 40, а облігації — 46%. Практично в усіх країнах світу зростає внутрішній державний борг. Так, у США в 1992 р. державний борг проти 1946 р. зріс у 16 разів; коли в 60-ті роки щорічний приріст боргу в середньому становив 18 млрд дол., то в 1988 — 1992 рр. — уже 217 млрд дол. Емісія цінних паперів узагалі характеризується швидкими темпами, а облігацій — особливо. Вартість випущених у США цінних паперів 1986 р. перевищила аналогічний показник 1980 р. майже в 5 разів, причому випуск акцій збільшився в 3 рази, а облігацій — в 7 разів. Це свідчить про високу популярність облігацій в інвесторів. У країнах з перехідною економікою також зростає випуск облігацій. Наприклад, в Латвії річний обсяг розміщення державних облігацій становить близько 700 млн лат (1 млрд дол. США). 1995 р. в Україні за рахунок реалізації облігацій внутрішньої державної позики одержано 26 трлн крб. неемісійних коштів, котрі були спрямовані на покриття дефіциту державного бюджету. Фактична дохідність облігацій цього виду, придбаних на аукціонах, була на рівні 70% річних. Належно оцінюючи облігації іноземних емітентів, українські підприємства 1995 р. закупили їх в 3,5 раза більше проти 1994 р., збільшивши їх запаси до 667 млрд крб. Проте якщо з випуском державних облігацій і купівлею іноземних в Україні все гаразд, то системи інституціональних облігацій у нас практично ще нема. Слабке місце облігацій у реальних фінансово-економічних умовах України полягає в тім, що

фіксована купонна ставка, тобто періодична виплата відсотків через певні проміжки часу, не враховує інфляційних процесів. Ураження облігацій інфляцією значно знижує їхню привабливість. Різницю між облігаціями й акціями можна пом'якшити, якщо поряд з виплатою доходів у вигляді фіксованого відсотка власнику облігацій виплачувати також додатковий дохід у вигляді дивіденда. Крім того, власникові облігацій можна передати право на частину майна акціонерного товариства у разі його ліквідації. Урешті-решт, можна навіть погодитися на встановлення плаваючої відсоткової ставки облігації, принаймні в певних межах. Тому не випадково ще в кінці 70-х рр. на світовому фондовому ринку з'явилися облігації з плаваючою відсотковою ставкою, котра змінюється зі зміною доходності й позичкового відсотка. За наших умов можна було б застосовувати облігації з індексованим відсотком. Останній прив'язується вже не до позичкового відсотка, а до індексу цін на певні товари і змінюється відповідно до нього. Такі облігації не погашаються і більш-менш вдало захищають власника від знецінення валюти. У 80-х рр. стали застосовуватися змішані, «гібридні» облігації. Їхня суть полягає в тім, що коли плаваючий відсоток досягає певного рівня, його «заморожують», а облігації починають давати фіксований дохід. Отже, розвиток системи облігацій передбачає створення облігацій цілком нових різновидів. Різноманітність цінних паперів із загальною назвою «облігація» дає змогу вибрати саме той різновид, котрий найліпше відповідає інтересам і можливостям суб'єктів фондового ринку — держави, інвестора, емітента й посередника. Для групування облігацій та створення різновидів існує безліч класифікаційних ознак. Ось деякі з них: забезпеченість позики, періодичність нарахування доходу, терміни позики, погашуваність, надійність, режим обігу, спосіб виплати доходу, спосіб погашення облігацій і т.п. За кожною ознакою облігації поділяються на кілька різновидів, що зумовлює появу багатьох десятків різновидів облігацій з відповідними назвами. Якщо не наша, то світова практика обігу цінних паперів знає облігації іпотечні, касові, індексовані, двохвалютні, своп-облігації, дисконтні й безліч інших. Кожний з різновидів облігацій потребує до себе певного підходу. Наприклад, облігація з бонами на передплату дає право її власникові на першочергове одержання облігацій нових випусків, а якщо власник не хоче цього, то він має право продати бони на ринку як самостійні цінні папери; облігації з правом дострокового погашення надають це право емітенту, яким він завжди може скористатися. Окремим видом державних облігацій є казначейські зобов'язання України. У законодавстві вони визначаються як боргові інвестиційні цінні папери, котрі розміщуються на добровільних засадах, засвідчують внесення їхніми власниками коштів до державного бюджету і дають право власникам на одержання доходу в тій чи іншій формі. Отже, за правовим статусом вони не відрізняються від інших державних облігацій. Державним облігаціям властива висока надійність. Причина тому — платоспроможність держави, яка має великі фінансові активи. Ці облігації можна будь-коли пред'явити до оплати, але за дострокового погашення відсоткові виплати на них скорочуються. Облігації випускаються на різні терміни й умовно поділяються на короткотермінові (до 3 років), середньотермінові (від 3 до 7 років) і довготермінові (від 7 до 30 років). Наприклад, казначейські зобов'язання випускаються терміном до року, від 1 до 5 років або від 5 до 10 років. Усі такі облігації називаються терміновими, тобто їх випускають на певний термін, після

закінчення якого емітент зобов'язаний їх погасити. Таких облігацій більшість. Але існують також безстрокові облігації. Облігації цього різновиду не можуть дисконтуватися, а розмір виплати відсотків на них з часом може змінюватися. За способом виплати відсоткової ставки облігації поділяються на іменні (zareєстровані) та на пред'явника (не zareєстровані). Zareєстрованою вважається облігація, виписана на ім'я її власника, який одержує іменний облігаційний сертифікат. Така облігація не має купонів, а її власник отримує дохід поштою або іншим шляхом. До облігацій на пред'явника додаються відривні купони для одержання відсоткових виплат. Облігації можуть не друкуватися у вигляді окремих документів й існувати лише як записи в боргових книгах (так звані касові облігації). Облігації можуть обкладатися звичайним податком, зниженим податком чи взагалі не обкладатися жодними податками. Одні облігації мають вільний обіг, тобто їх можуть вільно продавати й купувати будь-які юридичні й фізичні особи, інші навпаки, такої властивості не мають, їхній обіг є обмеженим. Обмеження бувають різними. Наприклад, емітент може зобов'язати інвестора залишатися власником облігацій протягом певного часу. Обмеження можуть стосуватися також коливання цін на облігації, або кола суб'єктів торгівлі. Деякі облігації випускаються взагалі без права на обіг: інвестори, які їх придбали, мусять залишатися власниками до погашення або викупу облігацій емітентом. Вони не можуть ні продавати ці облігації, ні обмінювати, ні дарувати, ні використовувати як заставу. Державні облігації поділяються на ринкові й неринкові, тобто дозволені й недозволені до вторинного продажу. До неринкових облігацій, що випускаються для залучення заощаджень населення, належать, зокрема, ощадні й пенсійні облігації, котрі придбають індивідуальні інвестори. Ощадні облігації погашаються за номіналом будь-коли на вимогу власника і не можуть використовуватися як забезпечення позички. Облігації, котрі не підлягають купівлі-продажу, називають ще необоротними — зиск з них мають тільки особи, які придбали їх безпосередньо в емітента, тобто перші покупці. За ознакою забезпеченості всі облігації можна поділити на забезпечені (із заставою) й незабезпечені (без застави). Про забезпечення облігацій можна казати лише тоді, коли емітент гарантує виконання своїх зобов'язань як щодо повернення основної суми боргу, так і щодо виплати доходів на нього. При цьому виключається можливість неповного повернення, неповної чи несвоечасної виплати доходу (всі державні й місцеві облігації є забезпеченими). Забезпечені облігації гарантуються заставою, на яку може бути звернене стягнення за невиконання емітентом своїх зобов'язань. Для забезпечення облігацій застосовуються різні застави, зокрема майно, фондові цінності, доходи від майбутніх проектів, майбутні податкові надходження, гарантовані зобов'язання та ін. Облігації із заставою майна поділяються на першозаставні й загальнозаставні. Борг власникам загальнозаставних облігацій виплачується після розрахунку із власниками першозаставних облігацій (але до розрахунку з утримувачами інших фондових цінностей). Деякі особливості має застава під нерухомість, забезпеченням якої є заставні листи, і застава під рухоме майно (автомобілі, літаки, судна і т.п.). Якщо облігація видається під заставу нерухомого майна, то вона називається іпотечною і метою її є довготермінове рефінансування. Облігації із заставою фінансових активів забезпечуються цінними паперами, які є у власності емітента (акціями, облігаціями інших компаній, у тім числі його філій або дочірніх фірм). До цього

виду застави належать також цінні папери, що зберігаються у даного емітента на умовах трасту. Заставою у вигляді майбутніх доходів від проектів, що інвестуються, користуються, головне, місцеві (муніципальні) органи, випускаючи облігації з метою мобілізації коштів для вирішення регіональних завдань. Такі облігації погашаються також за рахунок майбутніх податкових надходжень, орендних платежів, комісійних зборів і мита, що поряд з доходами забезпечують заставні кошти. Якщо виконання зобов'язань за облігаціями забезпечується не самим емітентом, а іншою юридичною особою, то така облігація називається гарантованою. Рейтинг облігацій такого виду зумовлюється фінансовою значущістю й авторитетом гаранта. Випускаючи так звані реорганізаційні облігації (інакше їх називають «дохідні»), емітент відповідає перед інвесторами тільки за капітальну суму позики. Доходи від таких облігацій залежатимуть від доходів самого емітента. Це також достатньо ризикована, спекулятивна інвестиція, оскільки доходи можуть виявитися і дуже високими, і нульовими. Надійність того самого емітента на різних ринках звичайно котирується по-різному, тому випускають так звані своп-облігації, коли умови виплати доходу й погашення зв'язують з умовами обміну валют (своп-операцій). Поряд із забезпеченими облігаціями випускаються незабезпечені (без застави), що зумовлюється або браком активів для застави або високим рівнем довіри до емітента. У першому випадку незаставні облігації випускають зі збільшеними ставками відсотка для того, щоб компенсувати ризик придбання таких облігацій. У другому — своєрідною заставою є високий рейтинг емітента. Ці причини по-різному відбиваються на рівні ризику, але в будь-якому разі власники незабезпечених заставою облігацій не можуть розраховувати на частину майна емітента і їм доводиться задовольнятися лише правом погашення позики до здійснення емітентом виплат своїм акціонерам. Щодо емітента, то він зобов'язаний сповістити інвесторів про умови випуску незабезпечених облігацій. Продовжуючи розмову про види й різновиди облігацій, згадаємо й облігації з поверненням. Під облігаціями з поверненням або облігаціями з достроковим відкликанням розуміють такі, котрі емітент має право відкликати раніше встановленого терміну, тобто викупити достроково за ціною трохи вищою від номінальної. Відкликавши старі, емітент може випустити нові облігації, але вже з новою ставкою і терміном погашення (рефінансувати). Причиною відкликання облігацій емітентом є зниження відсоткових ставок порівняно з тими, під які випускалися облігації, а також зміна терміну погашення боргу. Різновидом облігацій з поверненням є облігації відкладеного фонду. Це облігації, котрі поступово викуповуються емітентом на кошти, які щорічно забираються з прибутку. Вигода для емітента полягає в тому, що частина позики оплачується достроково і тому для погашення всього випуску не треба буде надто великих коштів. Емітент зобов'язаний заздалегідь сповістити інвестора про відкликання облігацій і дати обіцянку викупити їх за ціною вищою від номінальної. Проте для деяких інвесторів така ситуація є досить неприємною, оскільки вони втрачають надію на «достойну», з їхнього погляду, винагороду. Крім відкладеного фонду емітент може створити викупний фонд, що використовується для придбання на фондовому ринку облігацій, коли їх можна викупити за раніше встановленою або нижчою ціною. Дозволяється створювати обидва ці фонди одночасно чи послідовно. Існують також облігації з розширенням та облігації з обмеженням. Перші випускаються на певний термін і дають можливість власникові обміняти

їх в момент викупу на більш довготермінові зобов'язання тієї самої вартості. Облігації з обмеженням (так звані рекретивні) мають зворотну дію: випущені на тривалий термін, вони можуть бути погашені значно раніше. Ясна річ, облігації з розширенням більшою мірою влаштовують емітента, а облігації з обмеженням — інвестора. Облігації бувають конвертовані (застосовуються також терміни «конвертабельні» й «конверсійні»), якщо застережено можливість обмінювати їх на прості або привілейовані акції, котрі випускає даний емітент. Обмін відбувається протягом всього терміну чинності позики. Зрозуміло, що власник таких облігацій обмінює їх лише тоді, коли дивіденди на акції будуть більшими, ніж відсотки на облігації (таким видом облігацій є так звані єврооблігації). Емітенту така конверсія дає можливість знизити ставку відсотка, а інвестору — впевнитися у підвищеній надійності облігацій і заручитися перспективою зростання свого капіталу вже у формі дивідендів. Ризик теж поділяється навпіл. Усе залежатиме від рівня ринкових цін на облігації та на акції. Правила й нормативи фондового ринку дозволяють різні модифікації процесу конверсії. Наприклад, грошовий дохід на конвертовані облігації може не виплачуватися, а замість нього їхнім власникам безплатно видають нові цінні папери. При цьому номінальна вартість облігації наступного випуску збільшується на величину доходу з конвертованої облігації, а відсоток залишається незмінним. Нормативно можна передбачити порядок, коли власник облігації не може продати право на придбання акцій за певну ціну окремо від облігацій. Можна передбачити додаткову плату за обмін цінних паперів. Для інвестора досить привабливі так звані облігації з відшкодуванням, котрі він може будь-коли обмінити на готівку. Виходячи зі способу погашення, облігації класифікуються на серійні, котрі погашаються послідовно цілими серіями через певні проміжки часу, і на ординарні, які викуповуються емітентом кожна окремо з настанням часу погашення. Відомі також облігації з правом дострокового погашення, під час випуску яких емітент повідомляє всі відомості, котрих потребує випуск термінових облігацій, але при цьому застерігає право на дострокове погашення боргу. Необхідно підкреслити, що таке резервування не може бути необмеженим: емітент зобов'язаний повідомити, після закінчення якого строку він може скористатися цим правом. Облігації вважаються погашеними, якщо інвестору виплачено відсотки за останній період і номінальну вартість облігацій. Випускаються також «вічні» облігації, що не передбачають зобов'язань емітента їх колись погасити. Розглядаючи питання виплат на облігації, необхідно з'ясувати, по-перше, характер ставки виплати, по-друге, як саме відбувається оплата і, по-третє, коли вона відбувається. Ставка може бути твердою (фіксованою) або змінною (плаваючою). Фіксована купонна ставка використовується для періодичної виплати доходів у вигляді відсотків (такі облігації можуть бути достроково відкликані емітентом). Облігацію з плаваючою купонною ставкою, яка залежить від кон'юнктури на ринку облігацій, можна розглядати як облігацію зі зростаючою відсотковою ставкою, що є стабілізуючим елементом за умов інфляції. Облігації з мінікупоном — перехідна форма від купонної до безкупонної облігації: вона має порівняно невелику відсоткову ставку за купоном і мінімальну знижку (дисконт). Не виключаються й змішані форми виплати доходу: протягом певного часу (наприклад перші два-три роки) дохід виплачується за фіксованою ставкою, а потім — за плаваючою. За українським законодавством облігації всіх видів оплачуються в гривнях, а у

випадках, передбачених умовами їхнього випуску, — в іноземній валюті. Незалежно від виду валюти, якою оплачується облігація, її вартість завжди виражається в гривнях. Відомі також облігації з виплатою на вибір. Вони дають емітенту право за дефіциту готівки розплатитися з покупцями облігацій не грошима, а облігаціями нового випуску. Більше того, існують облігації (вони називаються безвідсотковими), коли оплата здійснюється товарами емітента за пільговими цінами (зі знижкою). Такий порядок виплати мають, головне, цільові позики. Терміни виплати відсотків застерігаються в умовах випуску. Наприклад, виплата на середньотермінові облігації від одного до п'яти років (так звані ноти) здійснюються один раз на півроку. У деяких випадках сума накопичених, але своєчасно не виплачених відсотків може виставлятися як вимога до емітента після настання терміну погашення облігації (йдеться про вже згадувані кумулятивні облігації, дохід на які накопичується й виплачується одночасно з погашенням). Досить поширеним способом виплати на безвідсоткові (але не бездохідні!) облігації є курсова різниця: облігації реалізуються зі знижкою (проти номіналу), а погашаються за номінальною ціною. Такі облігації належать до дисконтних цінних паперів. Дисконт — це різниця між номінальною вартістю цінного паперу та його ринковою (продажною) ціною. З дисконтної облігації (до таких належать безкупонні облігації з нульовим купоном, про які вже йшлося) інвестор отримує дохід тільки один раз — під час викупу облігацій, але (за відповідного законодавства) може не сплачувати податок на дохід від них. Дисконтні облігації належать до найбільш ризикованих, але привабливих, які дають надію на отримання високого доходу. Муніципальні облігації. Так коротко називають облігації місцевих позик, які випускають місцеві органи влади. Цей вид облігацій має для України особливу цінність, тому його варто охарактеризувати докладніше. Муніципальні облігації мають дивну властивість влаштовувати всіх: емітенти одержують грошові кошти для втілення своїх програм і проектів, а відтак не потребують підвищення місцевих податків або «вибивання» урядових дотацій; інвестори теж не залишаються в накладі, тому що одержують у власність надійні цінні папери, які дають хоч і не дуже великий, але стабільний дохід; населення регіону матиме важливі для нього об'єкти у сферах виробництва, торгівлі й обслуговування, не сплачуючи високих податків. У минулому десятиріччі в США обсяг випуску облігацій муніципальної позики зріс на понад 70% і наблизився до обсягу випуску облігацій федерального уряду. У випуску цінних паперів такого гатунку беруть активну участь найрізноманітніші місцеві адміністративні й господарські структури — від штатів і міст до шкільних округів і органів управління платними дорогами. В Україні емітентами муніципальних облігацій є органи місцевої влади в особі місцевих фінансових управлінь. Муніципальні облігації є серійними і можуть бути з фіксованим або з плаваючим відсотком, дисконтними, з можливою натуральною формою виплати доходу (інші цінні папери, житло, земля). Організація системи випуску муніципальних облігацій потребує розв'язання багатьох практичних завдань, у тім числі створення надійного захисту облігацій від підробок. Одним із способів такого захисту є випуск іменних облігацій у безготівковій формі із запровадженням централізованого реєстру і системи видачі інвесторам свідоцтва про право на цільову (наприклад житлову) облігацію. Цікаво, що в Росії переважна частина муніципальних позик спрямовується саме на житлове будівництво (приблизно 85%) і тільки решта (15%) — на поповнення місцевого

бюджету та інші цільові програми. Такий розподіл позики є не випадковим і пояснюється не тільки соціальною значущістю житлового будівництва, а й тим, що такі інвестиції дуже рентабельні й окупуються достатньо швидко. Житлові облігації практично не знецінюються, оскільки кошти, отримані від їхнього розміщення, негайно освоюються будівельниками. Вони мають і високу надійність: кошти витрачаються лише на будівництво житлових будинків, а квартири в них одержують тільки власники житлових облігацій. Важливим є і моральний фактор: власник житлових облігацій завжди знає, скільки квадратних метрів житлової площі він уже оплатив. Муніципальні облігації за надійністю поступаються державним, хоч і не набагато і не завжди. Крім того, самі муніципальні облігації не однакові за рівнем надійності: багато залежить від джерела забезпечення. Найбільшу надійність забезпечують ті джерела, котрі зв'язані зі стабільними податками на нерухомість, а також з деякими іншими місцевими податками. Засобами забезпечення муніципальних облігацій можуть бути також загальні зобов'язання і майбутні доходи з якогось проекту. Облігації під загальні зобов'язання є, по суті, матеріально незабезпеченими. За ними стоїть лише авторитет і сумлінність емітента. Щоправда, певне непряме забезпечення існує, оскільки емітентом звичайно є місцевий орган влади, який розпоряджається місцевими податками. Як правило, цей тип облігацій випускається для фінансування проектів соціального призначення, тобто таких, що не мають на меті отримання прибутку. Облігації під дохід від планованого проекту (передовсім комунального призначення) мають джерелом забезпечення майбутні платежі за оренду, мито, комісійні та інші місцеві збори й відрахування від прибутків тих об'єктів, які буде збудовано або створено. Облігації під спеціальний податок погашаються також зі стабільного і надійного джерела. Прикладом може бути податок на бензин, що призначається для погашення облігацій, які випускають для фінансування будівництва й ремонту доріг. Забезпечення муніципальних цінних паперів посилюється, коли гарантами надійності облігацій стають регіональні банки або великі підприємства, що беруть участь в реалізації проектів. Має сенс грошові кошти, які надходять від випуску муніципальних облігацій, переказувати в позабюджетні фонди, котрі через свій цільовий характер (читайте — недоторканність), також сприятимуть збереженню високої надійності цінних паперів. Привабливість муніципальної облігації зростає, якщо вона має відкличний опціон, а право відкличання застережено в спеціальному документі. Коли такого застереження нема, емітент повинен мати право і можливість будь-коли опублікувати в місцевій пресі «пропозицію про скуповування», в якій запропонувати викупити облігації з компенсаційною премією. Успіх будь-якої муніципальної позики багато в чому залежить від якості економічного обґрунтування її доцільності. Таке обґрунтування має охоплювати широке коло питань, у тім числі: оцінка потенціалу даного емітента й регіону в цілому (природні ресурси, індустріальний розвиток, система оподаткування тощо), розрахунок рентабельності проекту, що фінансується, і його соціально-економічної ефективності, розрахунок дохідності облігації, ступінь ліквідності заставного майна, вибір оптимальних показників (ставок відсотка, обсягу емісії, терміну погашення та ін.), визначення способу передплати і сфери розміщення облігацій, оцінювання вірогідності очікуваних результатів. Багатоманітність різновидів і модифікацій облігацій потребує адекватної системи їх методичного, інформаційного й

документального забезпечення. Від якості та надійності облігацій залежатиме не тільки їх успішне використання, а й розвиток вторинного ринку цінних паперів, на якому домінують похідні фінансові інструменти — передовсім ф'ючерси та опціони.

2.4 Похідні цінні папери Ф'ючерс є одним з характерних представників цілого класу інструментів фондового ринку, відомого як «похідні цінні папери». Ознайомлення з ф'ючерсом почнемо з визначень, узятих з різних законодавчих і методичних джерел. Відповідно до п. 1.26 ст. 1 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» ф'ючерсна операція — це господарська операція суб'єкта підприємницької діяльності, що передбачає придбання (продаж) ф'ючерсної угоди, тобто зобов'язання придбати (продати) продукцію сезонного виробництва, цінні папери або валютні цінності у домовлений час у майбутньому, за ціною, встановленою у момент домовленості про угоду. При цьому покупець (продавець) ф'ючерсної угоди може відмовитись від її виконання тільки за згодою іншої сторони. Розрахунки за ф'ючерсною операцією здійснюються в момент фактичної реалізації продукції сезонного виробництва, цінних паперів і валютних операцій. Премія за укладення ф'ючерсної угоди сплачується під час такого укладення. «Ф'ючерс — це контракт, за яким інвестор, що уклав його, бере на себе зобов'язання після закінчення певного терміну продати своєму контрагентові (або купити в нього) певну кількість товару або фінансових інструментів за домовленою ціною». «Ф'ючерс — це угода, за якою одна сторона зобов'язується продати, а інша — купити цінні папери певного виду, у певній кількості, за певною ціною і в певний термін у майбутньому». «Ф'ючерс — цінний папір, щодо постачання певної кількості цінностей протягом певного періоду за ціною, встановленою на момент укладання угоди». «Ф'ючерсний контракт — це угода між двома сторонами про майбутнє постачання предмета угоди». «Ф'ючерсний контракт — це стандартний біржовий договір купівлі-продажу біржового активу у майбутньому за домовленою ціною». «Ф'ючерс — безумовне взаємне зобов'язання двох партнерів, опосередковане біржею». Ці визначення дають змогу дати докладнішу характеристику ф'ючерсів, підкресливши такі ознаки, як торговельний характер угоди, її обов'язковість, договірну форму, біржове опосередкування, конкретизацію предмета угоди, часовий характер, цілі й результати. Торговельний характер угоди. Ф'ючерсна угода — це типова торговельна угода: є предмет торгівлі, є суб'єкти (сторони) угоди, є умови її здійснення, що визначають спосіб передачі власності або права власності від одного суб'єкта до іншого. Проте фактична операція з купівлі-продажу ф'ючерса дещо відрізняється від звичайних торговельних угод. Обов'язковість. Ф'ючерсні контракти підлягають обов'язковому виконанню. Узгоджену під час укладення контракту ціну активів не можна змінити (це той самий випадок, коли кажуть, що «купецьке слово дорожче за гроші»). Покупець ф'ючерса, так само як і його продавець, має право відмовитись від його виконання, але тільки з дозволу іншої сторони. Ф'ючерсний контракт передбачає обов'язковий розрахунок після закінчення його терміну, і якщо цю вимогу не виконує одна зі сторін, тоді інша сторона набуває права на відшкодування (компенсацію). Договірна форма. Особливістю ф'ючерсного контракту є його уніфікованість. Він стандартизований за всіма своїми реквізитами: за вартістю фінансового активу, що лежить в його основі, за кількістю поставок цього активу, за терміном і місцем поставки, передбаченими штрафними санкціями, способом розв'язання

суперечок, коли такі виникнуть, та ін. Ф'ючерсний контракт має ту відміну, що він не тільки ґрунтується на певних цінних паперах (акціях, облігаціях та ін.), а й сам є певним видом цінних паперів, що обертаються на фондовому ринку нарівні з іншими цінними паперами. Ф'ючерсний контракт можна продати і купити (звичайно із зобов'язанням дотримання його умов). Коли говорять про продаж (купівлю) ф'ючерса, це означає, що продається (купується) ф'ючерсний контракт. Біржове опосередкування. Ф'ючерси обертаються, як правило, на біржовому ринку. Біржа бере настільки активну участь в обігу ф'ючерсів, що в певному сенсі її можна вважати не тільки посередником, а й учасником цього обороту. Річ не лише в тім, що біржа стежить за виконанням стандартного контракту. Вона бере на себе функцію покупця для всіх продавців ф'ючерсів і продавця для всіх покупців. Для здійснення цих операцій біржа має страховий фонд. Кожний продавець і кожний покупець ф'ючерсного контракту, дякуючи послугам біржі, має можливість ліквідувати свої контрактні зобов'язання через укладення протилежної угоди. Активна участь біржі в купівлі-продажу ф'ючерсів приводить до того, що ф'ючерсний контракт фактично перетворюється на два контракти: контракт між продавцем і біржею та контракт між покупцем і біржею. Предмет угоди. Це дуже важлива характеристика. Річ у тім, що історично предметом ф'ючерсної угоди були (певною мірою залишаються і сьогодні) матеріальні цінності, а самі угоди здійснювалися (і частково здійснюються) на товарних біржах. Поступово предметом такої угоди стали цінні папери, а посередником — фондова біржа. Характерною рисою нинішнього ф'ючерсного контракту є те, що в ньому вартості товарів остаточно відокремилися від реальних товарів, тобто його можна продавати незалежно від того, існують насправді вказані в ньому цінності, чи не існують, має продавець належні активи під час укладання контракту, чи ні. Головне, щоб контракт було оформлено як угоду щодо передачі права власності і визначено в ньому певний вартісний показник, наприклад індекс цін, відсоткову ставку, валютний курс і т.п. Легкий безтоварний характер ф'ючерсів зумовив можливість багаторазового їх перепродажу, особливо на валютних біржах. Популярність ф'ючерсів підтверджує їхню адекватність сучасному ринковому господарству. Часовий характер. Термін «ф'ючерс» походить від англійського futures (майбутнє). Цим підкреслюється часовий характер ф'ючерсної угоди. Не буде великою помилкою назвати цю ознаку ф'ючерса основною. Коли б не було розриву в часі між укладенням угоди та її виконанням, то не було б і самої ф'ючерсної угоди. Була б лише звичайна торговельна угода, яка передбачала б негайну поставку активу (товару, векселя, валюти і т.п.) і належала б до класу касових (спотових) ринкових угод. Якщо коротко охарактеризувати клас угод, до яких належать ф'ючерсні контракти, то це передовсім угоди про майбутню купівлю. Ф'ючерсний контракт, за правилами, має обмежений термін виконання — не більше трьох місяців, але цього досить, щоб відбулися істотні зміни цін на активи, закладені у ф'ючерсному контракті, і щоб на цій підставі кожний з учасників контракту зумів би «випробувати долю» у небезпечній, але звабливій біржовій грі. Цілі й результати. Ф'ючерсна торгівля ведеться не заради просування товарів від виробника до споживача. З реальним товаром цей вид торгівлі має нині лише непрямий зв'язок. Рушійні мотиви учасників ф'ючерсної угоди інші: прагнення зменшити втрати у разі різких коливань цін, зменшити розмір страхових фондів, знизити витрати обороту, прискорити повернення у грошовій формі вкладеного

капіталу і, звичайно, зіграти на різниці цін, отримавши прибуток. Позичальники прагнуть убезпечити себе від зростання відсотка і зробити ціну одержуваних короткотермінових позичок стабільною, а кредитори намагаються застрахуватися від непередбаченого зниження відсотка з позичок, які вони надають. Саме тому позичальники укладають ф'ючерсні контракти на продаж, а кредитори — на купівлю фінансових інструментів. Ф'ючерси привабливі й тим, що їхня купівля або продаж дають змогу отримати дохід з порівняно невеликих інвестицій, оскільки інвестор оплачує не всю вартість активу, а тільки гарантійний внесок. На принципах і механізмі отримання доходів з ф'ючерсів варто спинитися докладніше. Під час прийняття рішень про укладення угод на ринку цінних паперів важливими є не тільки кількісні, а й якісні прояви результатів. Та в економічній літературі останнім надають недостатньої уваги. Так, наприклад, читач часто натрапляє на твердження, що і продавець і покупець ф'ючерсних контрактів або «виграють», або «програють», позиції обох сторін контракту розглядаються як однорідні. Можна також прочитати, що кожна зі сторін контракту ризикує однаково і що ймовірність одержання за ф'ючерсом зиску чи збитків така сама. Проте суть ф'ючерса не можна повністю розкрити, якщо обмежитися лише кількісною оцінкою результатів. Припустімо, що зміна рівня поточних (ринкових) цін зумовлює появу різниці між контрактною ціною (Цк) і поточною (ринковою) ціною (Цп), а саме: Цк > Цп. Продавець згідно з ф'ючерсним контрактом не має права відмовитися від виконання своїх зобов'язань і мусить продати товар за контрактною ціною навіть тоді, коли Цк < Цп. У свою чергу, покупець також не має права відмовитися від зобов'язань і мусить купити (оплатити) товар навіть тоді, коли Цк < Цп. Візьмімо (умовно), що ціна товару на момент укладання контракту становить 100 дол і що покупець має таку саму суму грошей (табл. 1). У момент виконання контракту відбувається купівля-продаж: товар переходить до покупця, а гроші — до продавця. Якщо при цьому ціна товару зросла до 120 дол., то покупець має можливість продати його й одержати 120 дол. Отже, дохід покупця становитиме $120 - 100 = 20$ дол. Цей дохід реальний і фіксується в бухгалтерському обліку як приріст власних коштів покупця. При цьому слід звернути увагу на те, що одержаний покупцем вигреш не є наслідком явного програшу продавця. Бухгалтерським обліком продавця не зафіксований реальний збиток. Продавець має свої 100 дол., тільки вже не у вигляді товару, а у вигляді грошей. Ясна річ, якби продавець не укладав ф'ючерсного контракту, то з підвищенням цін він продав би товар і мав би дохід у розмірі 20 дол. Тобто дохід мав би не покупець за ф'ючерсним контрактом, а сам продавець. Проте добре помітно умовність такого міркування: якби — то... Тому справедливо буде розглядати результат реалізації ф'ючерсного контракту для продавця не як реальний збиток, а тільки як упущений дохід. Міг би отримати, але не отримав. У звичайній угоді купівлі-продажу, в якій беруть участь дві сторони, дохід однієї зі сторін зумовлюється збитком іншої. Дохід і збиток кількісно однакові і реально мають тільки протилежні знаки. Скільки один з учасників купівлі-продажу виграв, стільки ж інший програв. Під час ф'ючерсної угоди один з її учасників (покупець) виграв не тому, що інший учасник (продавець) програв, а тому, що третя сторона в особі споживчого ринку з тих чи інших міркувань погодилася заплатити за даний товар не 100 дол., а 120 дол. Тепер звернімося до ситуації, коли ціна не підвищилася, а знизилася — в нашому прикладі на 20 дол. (табл. 2). Таблиця 1

Ф'ЮЧЕРСНА УГОДА З ПІДВИЩЕННЯМ ЦІНИ, дол. Періоди Продавець Покупець Момент укладання контракту Цк = 100 Т = 100 Г = 100 Момент виконання контракту Цп = 120 Г = 100 Т = 100 Післяконтрактні дії Т = 120 Г = 120 Результати реалізації контракту (120 – 100 = 20) упущений дохід (120 – 100) = 20 реальний дохід Умовні позначення: Цк — контрактна ціна; Цп — поточна ціна; Т — товар; Г — гроші. Таблиця 2 Ф'ЮЧЕРСНА УГОДА ЗІ ЗНИЖЕННЯМ ЦІНИ, дол. Періоди Продавець Покупець Момент укладання контракту Цк = 100 Т = 100 Г = 100 Момент виконання контракту Цп = 80 Г = 100 Т = 100 Післяконтрактні дії Т = 80 Г = 80 Результати реалізації контракту (80 – 100 = –20) відвернутий збиток 80 – 100 = –20 реальний збиток Умовні позначення: Цк — контрактна ціна; Цп — поточна ціна; Т — товар; Г — гроші. У цьому разі покупець, одержавши від продавця товар, за який віддає йому згідно з домовленістю 100 дол., зможе продати його на споживчому ринку тільки за 80 дол. і тим самим матиме реальний збиток в розмірі 80 – 100 = –20 дол. Цей збиток фіксується в бухгалтерському обліку як реальна втрата. Проте реальна втрата покупця не стала причиною збільшення реального доходу продавця. Останній і в цьому разі залишився «при своїх» і його бухгалтер ніяк не відреагував: якщо з підвищенням ціни мав місце упущений дохід, то з її пониженням — відвернутий збиток. Продавець задоволений тим, що він, дякуючи укладенню ф'ючерсного контракту, зумів запобігти втратам, котрі мав би, якби не уклав контракт. І знову умовний спосіб: мав би, якби... Отже, покупець, займаючи так звану довгу позицію, одержує цілком реальний дохід або зазнає цілком реального збитку, а продавець, займаючи коротку позицію, втрачає можливий дохід або відвертає можливий збиток. Різниця між цими результатами якісно суттєва. Коли покупець стає в результаті ф'ючерсної угоди багатшим або біднішим, то продавець тільки жалкує, що втратив можливість «зірвати куш», або тихо радіє, що залишився «при своїх» тоді, коли партнер за контрактом розорився. Обидва партнери грають в азартну гру, але ставка покупця більша! Не продавець, а покупець бере на себе продаж товару і відповідальність за це. Відтак покупець і продавець підходять до проблеми цін з різних позицій: покупець мріє про те, щоб ціна на товар зросла, а продавець хотів би не постраждати, коли ціна раптом знизиться. Покупець сподівається виграти на коливаннях цін, а продавець — застрахуватися від цих коливань. Якісні відмінності їхніх позицій саме і є підставою для укладання між ними ф'ючерсної угоди. І ще одне доповнення до розглянутої логічної схеми. Воно стосується самої можливості продати товар на споживчому ринку. Ідеться про повну ліквідність товару, що став предметом ф'ючерсної угоди, а отже, про великий попит на нього або про зниження ліквідності товару і невеликий попит. З підвищенням ціни на товар і за його високої ліквідності матимемо явно втрачений дохід (для продавця) і явний реальний дохід (для покупця). З підвищенням ціни і зниженням ліквідності матимемо ймовірний упущений дохід (для продавця) та ймовірний реальний дохід (для покупця) (табл. 3). Зі зниженням ціни за повної ліквідності — явний відвернутий збиток (для продавця) і явний реальний збиток (для покупця). Зі зниженням ціни за зниженої ліквідності — ймовірний відвернутий збиток (для продавця) та ймовірний реальний збиток (для покупця). Як бачимо, це доповнення збільшує кількість можливих і якісно різних результатів реалізації ф'ючерсного контракту до дванадцяти. Таблиця 3 ВИДИ РЕЗУЛЬТАТІВ РЕАЛІЗАЦІЇ Ф'ЮЧЕРСНИХ

КОНТРАКТІВ Вектор Ліквідність товару Продавець Покупець Підвищення ціни
Цк < Цп Повна ліквідність Явний упушений дохід Явний реальний дохід Знижена
ліквідність Імовірнісний упушений дохід Імовірнісний реальний дохід Зниження
ціни Цк > Цп Повна ліквідність Явний відвернутий збиток Явний реальний збиток
Знижена ліквідність Імовірнісний відвернутий збиток Імовірнісний реальний
збиток Опціон належить до того самого класу цінних паперів, що й ф'ючерс.
Якщо не звертати увагу на деталі, різницю між ними можна сформулювати
так: опціон — це ф'ючерс, виконання котрого не є обов'язковим для покупця.
Недарма слово «опціон» походить з латинського *optio*us, що означає «вибір».
Наведемо кілька найпоширеніших в економічній літературі визначень опціону:
«Опціон — похідний цінний папір, який передбачає право, але не обов'язок
покупця (утримувача) купити або продати певну кількість цінностей, що лежать в
основі опціону, за раніше домовленою ціною протягом певного часу». «Опціони
— це стандартизовані угоди про продаж і придбання певних боргових цінних
паперів, акцій і ф'ючерсних контрактів у визначеній кількості, у певний день у
майбутньому, за домовленою ціною». «Опціон означає придбання права на
здійснення угоди з цінними паперами без зобов'язань її виконання». «Опціон —
це цінний папір, що є результатом опціонного контракту, згідно з яким один з
його учасників придбає право купівлі або продажу певної кількості цінних
паперів за домовленою ціною протягом певного часу, а інший учасник за
грошову премію зобов'язується за необхідності продати або купити цінні папери
за домовленою ціною». Відповідно до п. 1.27 ст. 1 Закону України «Про
оподаткування прибутку підприємств» операція з опціоном — господарська
операція суб'єкта підприємницької діяльності, що передбачає продаж (купівлю)
опціону, тобто права придбати (продати) продукцію сезонного виробництва,
цінні папери або валютні цінності у будь-який момент протягом визначеного
часу, з фіксацією ціни реалізації на день укладення (придбання) опціону. При
цьому продавець опціону зобов'язаний забезпечити безумовне й безвідкличне
право покупця на здійснення операції чи відмову від неї. Розрахунки за
операціями з опціонами здійснюються на день реалізації продукції сезонного
виробництва, цінних паперів або валютних цінностей. В українському
законодавстві є й таке визначення: «Опціон на цінні папери — це контракт або
домовленість, оформлена певним видом документа (опціонним свідоцтвом), що
дає одній особі право придбавати в іншої особи або продавати іншій особі цінні
папери чи їх групу в будь-який момент протягом визначеного часу з фіксацією
ціни реалізації на дату складання (придбання) опціону, при цьому продавець
опціону має зобов'язання щодо збереження безумовної і безвідмовної
пропозиції про реалізацію прав покупця опціону на придбання (продаж) цінних
паперів або їх групи протягом терміну дії опціону. Покупець опціону має право
відмовитися від придбання (продажу) цінних паперів або їх групи». Опціон має
ряд ознак, які характеризують різні його властивості. Такими ознаками
передовсім є тип опціону та позиція учасників угоди. Існують два типи опціонів:
а) опціон на купівлю, або опціон покупця чи опціон кол (*call options*); б) опціон на
продаж, або опціон продавця чи опціон пут (*put options*). Купуючи опціон кол,
покупець придбає право купити у продавця опціону (контрагента за даним
контрактом) указаний у контракті актив у домовлені терміни за ціною виконання
або відмовитися від цієї купівлі. Купуючи опціон пут, покупець придбає право
продати продавцеві опціону (контрагенту за даним контрактом) вказаний у

контракті актив у встановлені терміни за ціною виконання або відмовитися від цього продажу. Існують дві позиції за опціоном, котрі займають учасники опціонного контракту: а) довга позиція за опціоном, тобто позиція покупця опціону; б) коротка позиція за опціоном, тобто позиція продавця опціону. Для визначення кожного з двох учасників опціонної угоди (її сторін) є кілька термінів. Покупця опціону іменують також утримувачем опціону, власником контракту; продавця опціону — автором опціону чи надписантом. Типи і позиції у певних сполученнях створюють види опціонів: 1) довгий кол; 2) короткий кол; 3) довгий пут; 4) короткий пут. Звернімося до схеми (рис. 3), на якій показано двох учасників опціонного контракту, два етапи взаємовідносин між ними і два типи опціонів. Підставою для укладення контракту є протилежна думка майбутніх учасників угоди щодо можливої зміни курсу акцій або іншого активу: один з них очікує підвищення курсу, а інший — зниження. В іншому разі оборот опціонів не має жодного практичного сенсу. Взаємовідносини між учасниками опціону здійснюються на двох етапах: а) у момент укладення опціонного контракту; б) у момент виконання контракту. За купівлі-продажу опціону продавець випишує його й передає покупцеві, одержуючи замість того премію. Покупець опціону розглядає премію як плату за придбання певних прав за опціоном. Продавець же опціону розглядає премію як компенсацію за ризик, що виникає під час купівлі-продажу цінних паперів. Премія залишається у продавця незалежно від того, скористається покупець опціону своїм правом чи ні. Два етапи пояснюються цілями, котрі ставлять перед собою учасники опціонної угоди. Але, незалежно від цілей, «розчленування» процесу передачі цінностей є характерною рисою опціонного контракту. Купівля-продаж опціону (на першому етапі) не є купівлею-продажем акцій, а тільки передачею права покупцеві на здійснення в майбутньому (на другому етапі) такої купівлі-продажу. Опціон на купівлю (кол) Опціон на продаж (пут) Рис. 3. Схема опціонного контракту Як видно зі схеми, покупець опціону кол має гроші, а продавець опціону кол — акції. І навпаки, покупець опціону пут має акції, а продавець опціону пут — гроші. Опціон кол передбачає купівлю акцій покупцем опціону, а опціон пут — купівлю акцій продавцем опціону. Тобто за переходу від опціону кол до опціону пут змінюється напрямок руху акцій. Укладаючи опціон на купівлю, покупець опціону залишається покупцем акцій, а продавець опціону залишається продавцем акцій. Навпаки, якщо укладається опціон на продаж, то відбувається певна метаморфоза: покупець опціону стає продавцем акцій, а продавець опціону — покупцем. Кожна особа, в принципі, може стати або покупцем, або продавцем опціону, тобто зайняти довгу чи коротку позицію. Незалежно від цього за умовами опціонного контракту кожна особа може стати або покупцем акцій, або їх продавцем. Це значить, що кожний може стати однією із чотирьох дійових осіб: 1) покупцем опціону на купівлю; 2) покупцем опціону на продаж; 3) продавцем опціону на купівлю; 4) продавцем опціону на продаж. Покупець опціону може відмовитися від свого права, натомість продавець не може відмовитися від зобов'язань (за це він одержує премію). Питання права в опціонній угоді також варте уваги, тому доречно дати ще й таке визначення опціону: опціон — це документ, що засвідчує певні права його власника. Наскільки великими є права покупця опціону, можна бачити з того, що він може продати опціонний контракт (опціон) будь-якій третій особі, не питаючи дозволу продавця опціону, котрий змушений буде після такого продажу виконувати

контракт уже для його нового власника. Контракт є цінним папером, включається в оборот, так само як акції чи облигації. Постає питання: для чого укладається опціонний контракт? Чому покупець опціону витрачає гроші на видачу премії продавцеві опціону, а останній погоджується поступитися своїми правами на користь покупця? Зарубіжний досвід свідчить про те, що операції з опціонами здійснюються або із суто спекулятивною метою, тобто для одержання прибутку на різниці курсів, або для хеджування (страхування). Багато хто вважає, що основна мета придбання опціону полягає саме в страхуванні, у зниженні ризику, можливого за спаду цін на цінні папери. Для покупця як активного учасника контракту користь полягає в отриманні доходу, а для продавця — в можливості зберегти активи, які в нього є, хоча конкретні цілі сторін опціонної угоди можуть бути діаметрально протилежними. Конкретизуються позиції сторін залежно від виду опціонів, який виражає ту чи іншу стратегію обороту похідних цінних паперів. Існують такі види опціонних угод, котрі вважаються простими опціонними стратегіями: 1) купівля колу; 2) продаж колу; 3) купівля путу; 4) продаж путу. Розглянемо кожний вид опціонних угод окремо. Купівля колу. Припустімо, інвестор придбав опціон кол на певну кількість акцій конкретної компанії за контрактною ціною (ціною виконання) однієї акції 100 грн., заплативши продавцеві опціону винагороду у вигляді премії в розмірі 10 грн. (на момент закінчення терміну опціонного контракту покупець витратить 10 грн., але не витратить 100 грн. на купівлю акцій до прийняття ним рішення про те, варто купувати ці акції чи ні). Купуючи опціон кол, його покупець очікує підвищення курсу (ціни) акції. Його очікування може справдитися, а може і не справдитися. Якщо поточна ринкова ціна (на момент закінчення терміну контракту) буде нижчою за контрактну (ціну виконання контракту), наприклад, становитиме 85 грн. за акцію, то продавцеві немає сенсу купувати за контрактною ціною акцію за 100 грн., тобто на 15 грн. дорожче. Чи буде покупець опціону кол купувати акцію на ринку чи не буде — це вже інше питання. Стосовно даного опціону він безумовно прийме рішення не виконувати його. Причому наскільки не знижувалася б ціна акції, втрати покупця опціону кол будуть стабільними — у розмірі виплаченої продавцеві премії. Рішення покупця опціону кол не купувати акцію залишатиметься в силі, поки поточна ринкова ціна буде меншою за контрактну хоча б на одну гривню (рис. 4). Таке саме рішення (відмову від реалізації опціонного контракту) покупець прийме і тоді, коли поточна й контрактна ціни будуть однаковими. Рис. 4. Купівля кол Якщо поточна ринкова ціна буде вищою за контрактну (у нашому прикладі вищою за 100 грн.), але при цьому нижчою за рівень контрактної ціни плюс виплачена премія ($100 + 10 = 110$ грн.), наприклад 105 грн., то покупець опціону кол вимагатиме виконання контракту, хоч, зрозуміло, що прибутку він не матиме. Сенс цього рішення полягає у зменшенні витрат, зв'язаних з виплатою премії. Якщо покупець не купить акції, то його витрати так і становитимуть 10 грн. Але коли він купить акцію за 100 грн. і продасть її на ринку за 105 грн., тоді він матиме змогу зменшити витрати на премію на 5 грн. ($105 - 110 = -5$ грн.). Якщо поточна ціна дорівнюватиме контрактній плюс премія (110 грн.), це дасть покупцеві опціону кол можливість покрити витрати на премію, але прибутку також іще не буде (нульовий результат). Очікування покупця опціону кол почнуть виправдовуватися, якщо поточна ціна перевищить рівень 110 грн. Наприклад, якщо поточна ціна дорівнюватиме 115 грн., прибуток становитиме $115 - 110 = 5$

грн. Продаж колу. Тепер поглянемо на ситуацію з позиції продавця опціону кол, який одержав від покупця премію 10 грн. за продаж опціону з контрактною ціною акції 100 грн. Виписуючи й продаючи опціон кол, продавець очікує саме зниження курсу активу, але його очікування так само непевне, як і в покупця. Якщо поточна ціна становитиме 85 грн., а покупець відмовиться від купівлі, то прибуток продавця опціону дорівнюватиме тим 10 гривням, котрі йому вже виплатив покупець як премію. Прибуток буде максимальним, якщо поточна ціна триматиметься нижче за 100 грн. (рис. 5). Рис. 5. Продаж кол В інтервалі цін від 100 до 110 грн. результат продавця буде з підвищенням ціни поступово погіршуватися, а результат покупця — поліпшуватись. Не складно на конкретних цифрах власноручно перевірити, що результати продавця опціону будуть прямо протилежні результатам покупця. Так, за поточною ціною 105 грн. покупець відіграє 5 грн. і стільки ж програє продавець, якщо під програвшем розуміти не повернення премії (вона передається покупцем безповоротно), а втрачений прибуток (адже продавець опціону міг би не продавати акцію за контрактом за 100 грн., а продати її на ринку за 105 грн.). З перевищенням рубежу поточної ціни 110 грн. збиток для продавця у вигляді втраченого прибутку буде зростати безмежно (для спрощення розрахунків результатів опціонної торгівлі поняття «втрачений прибуток» звичайно застосовується і для покупця, який отримує прибуток або несе збитки). Порівнюючи рис. 4 і 5, можна наочно побачити протилежність довгої і короткої позицій. Купівля путу. Припустімо, покупець придбав опціон на продаж певної кількості акцій, випущених певним емітентом. Контрактна ціна однієї акції 100 грн., премія — 10 грн. Виплативши премію, покупець має прийняти рішення — продавати акції чи ні. Купуючи опціон пут, його покупець завжди очікує зниження курсу активу (ціни акції). Наприклад, поточна ринкова ціна акції становить 85 грн. У цьому разі покупцеві опціону пут (він же за умовами опціону є продавцем акцій) значно вигідніше продати свої акції контрагенту по 100 грн., ніж відмовитися від опціону і продати акції на ринку за 85 грн. Різниця істотна: $100 - 85 = 15$ грн. доходу. Щоправда, це валовий дохід, без урахування премії в розмірі 10 грн. виплаченої покупцем опціону. З урахуванням витрат покупець матиме чистий дохід $15 - 10 = 5$ грн. Тому за такого рівня поточної ціни покупець обов'язково реалізує право на продаж акцій по 100 грн. своєму контрагентові (рис. 6). Рис. 6. Купівля пут Тепер розглянемо, що станеться, коли поточна ринкова ціна акції становитиме 90 грн. За такої ціни покупцеві опціону пут також немає сенсу відмовлятися від його реалізації. Вигідніше продати акції за 100 грн., ніж за 90. Різниця в цінах у розмірі 10 грн. повністю покриє його витрати на премію. Зрозуміло, що в цьому разі чистий дохід покупця опціону пут дорівнюватиме нулю. Коли поточна ринкова ціна акції зросте до 95 грн., також не буде сенсу відмовлятися від реалізації опціону. Ліпше продати акцію за 100 грн. за опціонним контрактом, ніж продати її за 95 грн. на ринку. Валовий дохід становитиме $100 - 95 = 5$ грн. і покриє лише частину витрат на виплачену премію. Отже, покупець опціону пут за такого рівня ціни матиме збиток, але не 10 грн., як це було б у разі відмови від реалізації контракту, а тільки 5 грн. Якщо поточна ринкова ціна акції сягне 100 грн., покупцеві опціону пут буде байдуже — реалізовувати опціон чи не реалізовувати. Валовий дохід дорівнюватиме нулю, а відтак покупець зазнає збитків у розмірі виплаченої премії. У разі коли поточна ринкова ціна дійде до 105 грн. за акцію, покупцеві опціону пут буде не вигідно

виконувати його і продавати акцію своєму контрагенту за 100 грн. Адже він зможе продати її на ринку за 105 грн. Щоправда, обліковуючи чистий дохід, треба врахувати раніше виплачену покупцем премію. Продаж путу. Продавець опціону пут одержав від покупця премію в розмірі 10 грн. за продаж йому опціону за контрактною ціною 100 грн. за акцію. Виписуючи і продаючи опціон пут, продавець очікує підвищення курсу активу (ціни акції). За поточної ринкової ціни на рівні контрактної і вище дохід продавця буде стабільним і максимально можливим (він дорівнюватиме одержаній премії). В інтервалі цін від 90 до 100 грн. дохід продавця опціону пут зменшується (пропорційно зниженню втрат покупця опціону пут). Нижче за ціну 90 грн. відбувається збільшення (рис. 7) розміру втраченого доходу (пропорційно зростанню реального доходу покупця).

Рис. 7. Продаж пут

Формули для розрахунку результатів опціонних угод подано у зведеній таблиці (табл. 4).

Таблиця 4 ФОРМУЛИ РОЗРАХУНКУ РЕЗУЛЬТАТІВ ОПЦІОННОГО КОНТРАКТУ

Вид опціону	Рівень поточної ціни акції	Формула розрахунку результатів
Кол	$C_p > C_k$	$C_p - C_k - P$
	$C_p < C_k$	$C_k - C_p - P$
Пут	$C_p > C_k$	$C_k - C_p + P$
	$C_p < C_k$	$C_p - C_k + P$

Умовні позначення: C_p — поточна ціна акції; C_k — контрактна ціна акції; P — премія.

Як бачимо, існує багато способів для страхування цінних паперів і для успішної біржової гри. Вибір потрібного способу зв'язаний із вибором типу опціону і позиції учасника. Купівля колу дає інвесторові можливість з порівняно невеликим ризиком (витрати в будь-якому разі не перевищують розміру виплаченої премії) отримати великий прибуток, оскільки зростання ціни акцій нічим не обмежується. Продаж колу має протилежні наслідки. Того, хто продає опціон кол, обмежують не витрати, а прибуток, котрим є одержана продавцем премія. Зі зростанням ціни акції зростає й розмір втраченого прибутку, що може трактуватися як необмежені збитки. Купівля путу обмежує витрати, зв'язані з виплаченою премією, і відкриває можливості для істотного виграшу за зниження ціни акції. Продаж путу обмежує розмір прибутку продавця розміром премії і не обмежує втрати прибутку за зниження ціни акцій. Отже, довга позиція обмежує витрати і не обмежує прибутку, а коротка позиція, навпаки, обмежує витрати. За опціону кол зміни прибутку і збитків відбуваються з підвищенням ціни акції, а за опціону пут — зі зниженням ціни акції. В опціонній угоді ризикують обидва учасники, але покупець опціону ризикує трохи менше, ніж продавець, завдяки праву вибору, яке має покупець. У разі погіршення ситуації на ринку він може відмовитися від купівлі акцій і втратить тільки виплачену премію. Утрати продавця мають характер упущеної вигоди, оскільки, продавши свої акції за опціонним контрактом, він позбавляється можливості одержати курсовий прибуток, реалізувавши ці акції на спотовому (поточному) ринку за вищою ціною. Учасники опціонних контрактів можуть зменшити (але не усунути повністю) ризик, виконуючи для цього хеджування, стелажні операції, спред і різні комбінації опціонів. Теоретично не виключено, що найвигідніша фондова угода була б водночас і найнадійнішою. На практиці такого сприятливого збігу цих двох обставин майже ніколи не трапляється. І на нього, як на реальність, звичайно мало хто розраховує. Сподіватися високого доходу можна, тільки взявши на себе й більшу частину ризику. Зміна розміру доходу є обернено пропорційною зміні рівня надійності. А проте будь-який учасник фондових операцій прагне поєднання обох цих обставин. І якщо їх важко поєднати, можна перенести ризик зміни ринкової ціни з одного учасника на іншого, що й робиться

в процесі ринкових ігор з цінними паперами. Для такого способу зниження ризику (для себе, але не для партнера) знайдено термін — хеджування (hedge — захищати). Хеджування — це дія зі страхування цінних паперів від знецінення в результаті можливого падіння їхньої курсової ціни. Похідні цінні папери практично будь-якого виду уможливають як страхування, так і спекуляцію ними. Особливо широкі можливості для досягнення вказаних цілей є на ринку опціонів, що допускають відмову покупця опціону від укладеного контракту. В Україні відбувається становлення господарства за умов нових економічних відносин і однією з характерних рис нашого часу є прагнення підприємців менше ризикувати, щоб не підставляти під удар виробництво і не погіршувати його фінансовий стан, який і без того занадто тяжкий. Тому існує підвищений інтерес до такої форми страхування, як хеджування. Розглянемо цю тактичну операцію з цінними паперами докладно. Існує кілька методів хеджування, з них найуживанішими є три. Хеджування під час купівлі акцій виписанням опціону на купівлю. Як приклад розглянемо операцію, що в ній хеджером є інституціональний інвестор (інвестиційна компанія, пенсійний фонд та ін.). Припустімо, інвестор закупив 1000 акцій за ринковою ціною (Цр) 145 грн. за акцію, витративши таким чином 145 тис. грн. Цю ціну вважатимемо стартовою (Цс). З метою страхування від можливого спаду ціни на даний вид акцій у найближчі три місяці інвестор вирішує виписати опціон на ці акції і продати їх за контрактною ціною 160 грн. за акцію (Цк), тобто з різницею $160 - 145 = 15$ грн. Така операція є досить реальною, оскільки йдеться не про перепродаж акцій за підвищеною ціною: у даному разі купуються акції, а продаються опціони. Покупець опціону вирішує ризикнути, можливо знаючи якісь, невідомі іншим, прогнози щодо можливого підвищення цін на ринку. Скажімо, за придбання опціону покупець виплатив інвестору премію 10 тис. грн. Таким чином, після першого етапу цієї угоди інвестор має акції, витративши 135 тис. грн. (вартість акцій 145 тис. грн. мінус премія, яку він одержав у розмірі 10 тис. грн.), а покупець витратив 10 тис. грн. на премію і має на руках опціон, який дає йому право на придбання в інвестора акцій на суму 160 тис. грн. Якщо на першому етапі угоди ініціатива виходила від інституціонального інвестора, котрий прийняв рішення не тільки закупити акції, а й «підстрахувати» цю закупівлю через виписання опціону, то на другому етапі ініціатива переходить до покупця опціону (право вибору передає йому продавець опціону). Однак покупець не буде заплющивши очі вирішувати — купувати йому акції чи ні; він орієнтуватиметься на здогадну зміну поточної (ринкової) ціни акцій, котра може на момент виконання контракту справді суттєво змінитися в той чи інший бік. Саме ця обставина визначає сценарій, за яким далі розвиватиметься ця угода. Таких сценаріїв може бути три. Сценарій перший. Поточна ціна акції (Цп) вища за суму контрактної ціни (Цк) плюс виплачена сума (П), тобто вища 170 грн. У цьому разі покупець приймає рішення про виконання угоди (купівлю акцій). Таке рішення є для нього вигідним, оскільки, заплативши 10 тис. грн. премії (за купівлю опціону) і ще 160 тис. грн. згідно з контрактом, він матиме змогу реалізувати акції дорожче 170 грн. Коли ціна акції дорівнюватиме 170 грн., дохід покупця буде нульовим, за ціни 175 грн. дохід становитиме $175 - 170 = 5$ тис. грн., за ціни 180 грн. дохід зросте до $180 - 170 = 10$ тис. грн. і т.д. (табл. 5). Перший сценарій влаштовує також інвестора, який продав опціон. Він запобіг можливим втратам і навіть забезпечив собі невеликий дохід, що складається з

двох частин. Перша частина — це різниця між ціною, що була встановлена в опціонному контракті (160 грн.) і ціною, за якою інвестор закупив 1000 акцій (145 грн.). Друга частина — це премія, яку інвестор одержав від покупця (10 тис.грн.). Отже, дохід інвестора за першим сценарієм становитиме: $(160 - 145) + 10 = 25$ тис.грн. Цей дохід уже не збільшуватиметься, наскільки б не зростала поточна ціна акції (адже акція перебуває тепер не в нього, а в покупця). Якщо покупець збагатіє на цій операції, то, зрозуміло, інвестору доведеться тільки підрахувати упущений дохід і констатувати свій програш. За другим і третім сценаріями позиція покупця однакова: оскільки ціна на момент виконання опціонного контракту менша за допустиму (70 грн.), він приймає рішення не виконувати контракт і не купувати акції. В іншому разі його витрати на премію і купівлю акцій за контрактною ціною перевищили б виторг від перепродажу акцій. Навіть якби він спромігся продати акції за 169 тис. грн., то однаково матиме збиток (мінус 1 тис. грн.), а з меншою поточною ціною втрати будуть відповідно більшими. Раніше видана ним премія інвестору (10 тис. грн.) не підлягає поверненню, тому треба її також зарахувати на збитки. Відтак за другим і третім сценарієм покупцеві залишається докоряти собі самому за недалекоглядність.

Таблиця 5
ХЕДЖУВАННЯ ПІД ЧАС КУПІВЛІ АКЦІЙ ВИПИСУВАННЯМ ОПЦІОНУ НА КУПІВЛЮ

Співвідношення цін на акції Дії покупця Результати покупця інвестора

Перший $C_p > (C_k + P)$ або $C_p > 170$ Купує акції Дохід (із зростанням C_p дохід необмежено зростає від 0 і вище) 1. Невеликий дохід 2. Упущена можливість одержати великий дохід (зі зростанням C_p) Другий $(C_k + P) > C_p > (C_s - P)$ або $170 > C_p > 135$ Відмовляється купувати Утрати в розмірі виплаченої премії Дохід, розмір якого зумовлений зростанням C_p в межах від 135 до 170 грн. Третій $C_p < (C_s - P)$ або $C_p < 135$ Відмовляється купувати Утрати в розмірі виплаченої премії Утрати (від 0 до 135 грн.)

В іншому світлі другий сценарій уявляється інвестору. По-перше, він, як і за першим сценарієм, запобігає втратам від зниження цін на акції (щоправда, як буде показано далі, лише до певної межі). Крім того, інвестор може продати акції, які в нього залишаються (адже покупець від них відмовився). Другий сценарій має ту особливість, що за тих самих умов продаж акцій є не вигідним покупцеві і вигідним інвестору. Проте і для інвестора є нижня межа поточної ціни акції, нижче за яку він не отримує доходу. Цією межею є витрати інвестора на першому етапі угоди, тобто різниця між платою за куплені акції (145 тис. грн.) і одержаною премією (10 тис. грн.). Неважко помітити чіткий перехід від другого сценарію до першого: якщо покупець не купить акції за ціною 170 грн., то в цьому разі інвестор матиме дохід у розмірі $170 - 135 = 35$ тис. грн, але вже за ціни акції 171 грн., коли продавати їх буде не інвестор, а покупець, що вимагатиме виконання угоди, інвестору доведеться задовольнитися доходом у 25 тис. грн. Сценарій третій: поточна ціна (C_p) нижча, ніж різниця між стартовою закупівельною ціною (C_s) і премією (P). У цьому разі програють обидва: і покупець, і інвестор. Останній не зміг «підстрахуватись», і його витрати перевищили доходи. Втрати будуть тим більші, чим нижча поточна ціна. За всієї своєї простоти описаний метод хеджування має одну ваду: він не дає повної гарантії від можливих великих утрат (третій сценарій). У такому разі можна скористатися іншим методом, виписавши опціон на продаж. Хеджування купуванням опціону на продаж. Якщо за використання попереднього методу інституціональний інвестор виступав у ролі продавця (надписанта) опціону, то в цьому разі він стає покупцем опціону,

тобто йдеться вже не про опціон кол, а про опціон пут. Цього разу ініціатива переходить до інституціонального інвестора, який, виплачуючи своєму партнерові премію, купує собі право на вибір того чи іншого рішення. Для пояснення цього методу звернімося до вихідних даних попереднього прикладу. Припустімо, інституціональний інвестор закупив акцій на суму 145 тис. грн. Будемо виходити з ідеального випадку, коли є продавець опціону пут, котрий погоджується з ціною реалізації, що дорівнює стартовій поточній ринковій ціні, тобто 145 тис. грн., а також згоден одержати від інвестора премію всього 10 тис. грн. (зрозуміло, що такого сприятливого випадку в реальному житті не буде: ніхто не погодиться взяти на себе весь ризик зміни цін). Таблиця 6

ХЕДЖУВАННЯ ПІД ЧАС ЗАКУПІВЛІ АКЦІЙ КУПУВАННЯМ ОПЦІОНУ НА ПРОДАЖ

Сценарії Співвідношення цін на акції Дії інвестора Результати інвестора продавця

Сценарій	Дії інвестора	Результати інвестора
Перший	$C_p > (C_k + P)$ або $C_p > 155$	Відмов-ляється від продажу Дохід (із зростанням C_p дохід необмежено зростає від 0 і вище) 1. Невеликий стабільний дохід 2. Упущена можливість одержання великого доходу (зі зростанням C_p)
Другий	$(C_p + P) > C_p > (C_k - P)$ або $155 > C_p > 135$	Продає акції Утрата в розмірі виплаченої пре-мії Дохід, розмір якого зумовлений зростанням C_p в межах від 135 до 155 грн.
Третій	$C_p < (C_k - P)$ або $C_p < 135$	Продає акції Утрата в розмірі виплаченої пре-мії Утрата (від 0 до 135 грн.)

У таблиці 6 показані результати інвестора і продавця опціону за трьома сценаріями. Проти попереднього методу учасники угоди помінялися не тільки місцями й ролями, а й результатами. Якщо в першому методі третій сценарій небезпечний для хеджера, то у другому — для спекулянта. Останній може виграти тільки у другому сценарії, розраховуючи на дохід у певному інтервалі ціни. Самі спекулянти також звертаються до хеджування, використовуючи відповідні методи, один з яких дуже поширений в американській біржовій практиці і може становити інтерес і для вітчизняних професіоналів фондового ринку. Про нього й піде розповідь. Хеджування під час продажу акцій без покриття. Продаж цінних паперів без покриття означає, що їх утримувач продає не власні цінні папери, а позичені. Опціон покритий — це позиція за опціоном, що закривається укладанням еквівалентного за обсягом і протилежного за спрямуванням опціонного контракту або придбанням перелічених в опціоні цінних паперів. Опціон непокритий — опціон, який не має забезпечення (покриття) у вигляді будь-якого фінансового інструменту. Без хеджування ця угода відбувається так. Припустімо, інвестор (біржовий професіонал) узяв у борг у свого брокера (під заставу у вигляді гарантійного внеску і з виплатою комісійних) 100 акцій по 80 дол. за кожну акцію, тобто на загальну суму 8000 дол. Ці акції взято з певною метою — з орієнтацією на зниження ринкового курсу цих акцій найближчим часом. Розрахунок простий: продати ці акції по 80 дол., а потім, коли курс знизиться, наприклад, до 50 дол., викупити їх. Дохід у результаті такої спекуляції становитиме $8000 - 5000 = 3000$ дол. Цей дохід інвестор, зрозуміло, залишає собі, а викуплені акції повертає своєму брокеру. Як бачимо, зі зниженням ціни на акції в хеджуванні немає потреби. Але підвищення цін завдасть інвесторові великих збитків. Скажімо, ціна зросла до 100 дол. за акцію. Тоді втрати інвестора становитимуть $10000 - 8000 = 2000$ дол. Побоюючись такого розвитку подій, інвестор вдається до хеджування. Для цього він придбає опціон на купівлю. Платить за нього премію (наприклад 600 дол.) і тим самим одержує право вибору: купувати у продавця акції чи

відмовитися від купівлі. Перше з цих двох рішень інвестор прийме тоді, коли ціна на акції підвищиться (у нашому прикладі — до 100 дол.), оскільки за умовами опціонного контракту інвестор (у даному разі він є покупцем) має право купити ці акції за раніше домовленою ціною, тобто 80 дол. за акцію. Відтак ціна акцій для інвестора залишається на колишньому рівні, і він може повернути їх брокеру без великих збитків для себе. Порівняно невеликі втрати визначатимуться лише розміром премії (600 дол.), яку він безповоротно виплатить продавцеві опціону. Коли ж ціна на акції впаде, інвестор отримає очікуваний дохід. Відомі й інші методи хеджування, які становлять важливу частину арсеналу стратегії торгівлі ф'ючерсними й опціонними контрактами. Але й коротко описані тут методи дають змогу зробити певні висновки. Передовсім доводиться констатувати неможливість чітко розподілити учасників торгівлі похідними цінними паперами на хеджерів і спекулянтів. Перші, крім страхування, ніколи не відмовляться від додаткового доходу, а другі, хоч їх і приваблює біржовий азарт, не від того, щоб себе про всяк випадок «підстрахувати», тим більше, що методи хеджування дають змогу досягти одночасно обох цілей. Механізм хеджування передбачає ряд правил. Одне з них полягає в тім, що за хеджування цінних паперів від падіння курсу слід купувати опціон на продаж або продавати опціон на купівлю, а за хеджування цінних паперів від підвищення курсу потрібно навпаки — продавати опціон на продаж або купувати опціон на купівлю. І ще одне зауваження: якими б хитромудрими не були методи хеджування й спекуляції, успіх вирішальною мірою залежатиме від того, хто з учасників операції раніше помітить тенденцію зростання ринкової ціни на цінні папери. Властивості опціону мають важливе значення для формування опціонних контрактів та опціонних комбінацій (композицій). Будь-які комбінації, проте, обов'язково потребують наявності в одній угоді щонайменше двох опціонів. Комбінування створює нові ознаки й можливості. Скажімо, поєднуючи такі ознаки двох опціонів, як ціна (поточна, ринкова), виконання контракту і термін його виконання, можна створити чотири варіанти: 1) однакові ціни й однакові терміни; 2) різні ціни й різні терміни; 3) однакові ціни й різні терміни; 4) різні ціни й однакові терміни. Є комбінації, до яких включено два коли і один пут, а є й такі, до яких включено один кол і два путі. Особа, яка визначає свою стратегію на ринку опціонів, може, як побачимо далі, займати або довгу позицію, або коротку, або ту і ту одночасно (в одній угоді). Існують ще інші ознаки, на підставі яких будуються найрізноманітніші комбінації (навіть із вищеназваних ознак можна скласти кілька десятків різних комбінацій, не всі з яких, проте, придатні для практичного використання). Чому комбінації з опціонами є такими привабливими для професіоналів фондового ринку — відповідь на це питання можна знайти, розглядаючи кожну конкретну комбінацію. Спочатку розглянемо комбінації, побудовані на поєднанні різних типів опціонів (кол і пут), до яких належать стелажні угоди та їх модифікації, а потім предметом розгляду стануть комбінації, засновані на поєднанні однотипних опціонів (або тільки двох колів, або двох путів), — різні різновиди класу комбінацій під назвою «спред», а також комбінації з різнотипними опціонами. Стелажна угода (застосовуються й інші терміни: стелажна операція, стелаж, стредл). Досі ми говорили про те, що один з учасників опціонного контракту завжди розраховує на підвищення ринкової ціни акцій, а інший — на її зниження. Кожний з них вибрав якийсь один вектор. Вибрані учасниками

вектори протилежні, і це є підставою для укладення опціонного контракту. Кожному учаснику вигідна зміна ціни лише в один певний бік. Інша річ — комбінація з двох опціонів. В учасників з'являються нові інтереси. Один із них робить ставку на відносну стабільність, на мінімальне коливання курсу, інший — на його суттєву зміну, причім йому байдуже — підвищиться ціна чи, навпаки, знизиться: аби тільки вона змінилася і що більше, то ліпше. Саме на цьому ґрунтуються так звані стелажні угоди. Стелажна угода — це комбінація опціонів кол і пут на ті самі акції з і тією самою ціною виконання та однаковими датами закінчення контрактів. Опціони придбаються (або виписуються) одночасно. Виконується один з двох опціонів — або кол, або пут (залежно від рівня ціни). Розрізняють стелаж покупця («стелаж униз») і продавця («сте-лаж угору»).

Спочатку про перший з них — стелаж покупця. Інвестор купує опціон кол на 100 акцій за контрактною ціною 150 грн., заплативши при цьому премію 5 грн. за акцію. Одночасно він купує у того самого продавця опціон пут на ті самі 100 акцій за тією самою контрактною ціною (150 грн.), виплативши премію 6 грн. за акцію. Обидві премії в сумі становлять 11 грн. Одержавши, таким чином, на руки два різні опціони (на купівлю й на продаж), інвестор чекає розвитку подій на фондовому ринку. Він заінтересований у зміні ціни (у будь-який бік), щоб із певним зиском купити акції або продати їх. Інвестор знає, що питання стосовно виконання опціону кол він може вирішити тільки з підвищенням ціни (купивши у продавця акції за домовленою контрактною ціною, він зможе продати їх уже за вищою поточною ціною), а питання стосовно виконання опціону пут — тільки зі зниженням ціни (у цьому разі інвестор також матиме зиск, оскільки продасть акції за контрактною ціною тоді, як акції на ринку є дешевшими). Припустімо, ціна зросла до 157 грн. за акцію, тобто на 7 грн. перевищила контрактну ціну. Ці 7 грн. становили б дохід інвестора, якби він пред'явив до виконання опціон кол (купив би у продавця). Але цей дохід (7 грн.) менший, ніж уже виплачена ним продавцю премія в розрахунку на одну акцію (11 грн.), тому інвестор не реалізовуватиме опціон (не купуватиме акцій). Для того, щоб він зважився на купівлю, ціна має бути не нижчою 161 грн., забезпечуючи дохід (161—150), який може перекрыти витрати, пов'язані з виплатою премії (11 грн.). Так, за ціни 170 грн. дохід на акцію становитиме $170 - 150 = 20$ грн., що перекрыє витрати на премії і дасть інвестору чистий дохід на одну акцію 9 грн., а на 100 акцій — 900 грн. Що буде, коли ціна впаде, наприклад до 145 грн. за акцію? За такої ситуації інвестору немає сенсу реалізовувати опціон пут. Різниця в 5 грн. між контрактною (150 грн.) і поточною цінами однаково не перекрыє витрати на премії (11 грн.). Інша річ, коли ціна впаде, скажімо, до 130 грн. Тоді інвестор продасть своєму контрагенту за угодою 100 акцій по 150 грн., отримає дохід у розмірі $150 - 130 = 20$ грн. на кожну акцію, компенсує витрати на премії і матиме чистий дохід на 100 акцій у розмірі $(20 - 11) \cdot 100 = 900$ грн. Як бачимо, для покупця двох опціонів існують дві «точки нульового прибутку» — верхня і нижня (у даному прикладі 161 грн. і 139 грн.), що стоять на однаковій відстані від контрактної ціни, але з протилежним знаком. В інтервалі між цими точками (суму двох премій інколи називають «напруженням стелажу») на інвестора чекають самі тільки збитки, а за межами (в обидва боки) — прибуток (рис. 8). За межами цих точок інвестор купує дешевше, якщо реалізує опціон кол, або продає дорожче, коли реалізує опціон пут. Рис. 8. Стелаж покупця (стелаж униз)

Виходячи з контрактної ціни (Цк), поточної ціни (Цп) і суми двох премій (Пс),

неважко визначити верхню й нижню точки нульового прибутку (відповідно $C_{вв}$ і $C_{вн}$) і дохід (Д): а) за $C_{п} > C_{к}$: $C_{вв} = C_{к} + Пс$; $Д = (C_{п} - C_{к}) - Пс$; б) за $C_{п} < C_{к}$: $C_{вн} = C_{к} - Пс$; $Д = (C_{к} - C_{п}) - Пс$. Крім цього, покупець стелажа (двох опціонів) може отримати додатковий дохід, якщо правилами фондового ринку в даній країні допускаються так звані «американські» опціони, котрі можна виконати в будь-який день у межах контрактного терміну (на відміну від «європейського» опціону, який може бути виконаний тільки в день припинення контракту). Наприклад, у межах контрактного терміну покупець реалізував опціон кол, термін контракту ще не закінчився, але курс акцій упав. Відтак покупець стелажа може реалізувати ще й опціон пут, одержавши додатковий прибуток.

Розглянемо тепер стелаж з позиції продавця, який виписав опціон кол або пут. У межах точок нульового прибутку на відміну від покупця (інвестора) продавець опціону матиме дохід на одержаних преміях, але, починаючи з точки контрактної ціни, за зміни ціни вгору або вниз продавець зазнаватиме втрат у вигляді упущеного доходу (в певному сенсі — у вигляді збитків) як це показано на графіку (рис. 9). Рис. 9. Стелаж продавця (стелаж угору) На фондових ринках ряду країн застосовуються деякі модифікації стелажної угоди, зокрема такі композиції, як стренгл, стреп, стрип. За операції стренгл ціна виконання обох опціонів є різною (ціна виконання опціону кол вища). Така структура за технікою виконання угоди схожа зі звичайним стелажем, однак різниця цін виконання створює іншу ситуацію. Покупець стренгла вже не в одній точці здійснює реалізацію обох опціонів, а в різних, оскільки створюється новий ціновий інтервал втрат для покупця і такий самий за розміром інтервал доходу для продавця (рис. 10, 11). Рис. 11. Стренгл продавця ($C_{п}$ — ціна виконання опціону пут; $C_{к}$ — ціна виконання опціону кол) Зрозуміло, що такий вид стелажа більше влаштовує продавця і менше покупця, оскільки останній матиме прибуток тільки за дуже широкого діапазону коливання цін. Комбінація стреп складається з одного опціону пут і двох опціонів кол. Якщо ціни виконання опціонів однакові, то ця композиція аналогічна стелажу, але з більш крутою правою гілкою через швидші зміни доходу — втрат (рис. 12). Рис. 13. Стреп покупця з різними цінами виконання Якщо ціни виконання будуть різними, напрошується аналогія зі стренглом (рис. 13). Покупець звертається до такої композиції, якщо передбачає більшу ймовірність підвищення ціни акцій, ніж її зниження. Комбінація стрип складається з одного опціону кол і двох опціонів пут. Ціни виконання (так само як і за комбінації стреп) можуть бути або однаковими, або різними. У першому випадку структура нагадуватиме стелаж, але з більш крутою лівою гілкою через швидку зміну доходу—втрат під час виконання одразу двох опціонів пут (рис. 14). Рис. 15. Стрип покупця з різними цінами виконання Стрип з різними цінами схожий на стренгл (рис. 15). Покупець придбає стрип, сподіваючись на ймовірне зниження ціни акції. Спред. На відміну від стелажних угод, які комбінуються з різних типів опціонів, група комбінацій, відомих під назвою «спред», базується на використанні в одній угоді однотипних опціонів — тільки два опціони кол або тільки два опціони пут. У цих опціонів однакові активи (як правило, це акції, випущені конкретним емітентом). Група «спред» може об'єднувати кілька комбінацій, або з різними датами закінчення контракту, або з різними цінами виконання, або і ті, і ті одночасно. Характерною особливістю спреду є те, що один з опціонів завжди має бути довгим, а один — коротким. Метою одночасної купівлі й продажу опціонів одного типу (кол або пут) на той самий актив є

отримання доходу як різниці між премією, виплаченою за придбаний опціон, і премією, одержаною за проданий опціон. Кожний з учасників спреду розраховує на певну тенденцію фондового ринку: ставка робиться або на підвищення ціни акцій, або на її зниження. Розглянемо спочатку спред із підвищенням.

Припустімо, інвестор, що розраховує на підвищення ціни акцій, вирішив грати в спред. Для цього він купує в іншого інвестора опціон кол за 12 грн. (платить премію) з ціною виконання 100 грн. за акцію. Водночас він продає тому самому інвесторові опціон кол за 8 грн. (одержує премію) з ціною виконання 120 грн. Після обміну преміями перший інвестор має витрати: $12 - 8 = 4$ грн. Якщо ціна підвищиться, наприклад, до 110 грн., тоді перший інвестор виконає перший опціон і отримає дохід: $110 - 100 - 4 = 6$ грн. Але може виникнути й інша ситуація, коли ціна в процесі підвищення виявиться вищою за ціну виконання за другим опціоном (120 грн.), досягнувши, наприклад 125 грн. У такій ситуації діятиме вже не тільки перший, а й другий інвестор. Оскільки перший займає за першим опціоном довгу позицію, то він виконує її та одержує дохід: $125 - 100 - 4 = 21$ грн. Однак другий інвестор, який займає довгу позицію за другим опціоном, виконає другий опціон, унаслідок чого перший інвестор програє: $125 - 120 = 5$ грн. У кінцевому підсумку дохід першого інвестора становитиме: $21 - 5 = 16$ грн. На цьому прикладі продемонстровано різновид спреду, відомого як спред «бика», котрий завжди грає на підвищення ціни. Його особливості: поєднання довгого колу з нижчою ціною виконання і короткого колу з вищою ціною виконання. Дохід з позиції спред «бика» змінюється так: а) якщо поточна ціна нижче контрактної за першим опціоном (Ц1), дохід інвестора дорівнює сумі виплачених премій (з позиції спред «бика» вона буде зі знаком мінус), тобто інвестор має втрати; б) якщо поточна ціна вище контрактної за першим опціоном, але нижче контрактної за другим опціоном (Ц2), то в цьому інтервалі результати для інвестора поступово поліпшуються, і він матиме певний зиск; в) якщо поточна ціна вище контрактної за другим опціоном, дохід інвестора стабілізується на рівні, що обчислюється як різниця між контрактною ціною за другим опціоном і контрактною ціною за першим опціоном з вирахуванням суми виплачених премій (рис. 16). Аналогічною є операція спред «бика» за використання опціонів пут. Але, якщо за використання опціонів кол перший інвестор має зробити якісь початкові вкладення (премія опціону кол з нижчою ціною виконання завжди більша, ніж премія опціону кол з вищою ціною виконання), то використання опціонів пут, навпаки, забезпечує приплив коштів за створення спреду. На практиці застосовується також спред «ведмедя». «Ведмідь» завжди грає на зниженні цін. Цей вид спреду передбачає поєднання довгого колу з вищою ціною виконання і короткого колу з нижчою ціною виконання. Скажімо, інвестор, який розраховує на зниження ціни акцій, купує опціон кол за 8 грн. з ціною виконання 100 грн. і одночасно продає опціон кол за 12 грн. з ціною виконання 80 грн. Це дає йому дохід: $12 - 8 = 4$ грн. Якщо ціна знизиться до 90 грн., то, виконуючи перший опціон, інвестор отримає дохід: $(100 - 90) + 4 = 14$ грн. Коли зниження ціни триватиме й вона стане нижче за ціну виконання другого опціону (80 грн.), наприклад 70 грн., то другий інвестор виконає другий опціон (це йому вигідно) і тоді загальний результат для першого інвестора становитиме: $?(100 - 70) + 4? - (80 - 70) = 24$ грн. Дохід з позиції спред «ведмедя» зміниться таким чином: а) якщо поточна ціна нижче контрактної за першим опціоном (Ц1), дохід інвестора дорівнюватиме сумі

виплачених премій (з позиції спред «ведмедя» вона буде зі знаком плюс); б) якщо поточна ціна вище контрактної за першим опціоном, але нижче контрактної за другим опціоном (Ц2), то в цьому інтервалі результати для інвестора поступово погіршуються і він замість доходу матиме збитки; в) якщо поточна ціна вище контрактної за другим опціоном, рівень збитків для першого інвестора за дальшого підвищення ціни залишається незмінним і обчислюється як різниця між контрактною ціною за другим опціоном плюс сума виплачених премій (рис. 17). Можливості спреду на цьому не обмежуються. Можна назвати деякі інші комбінації, котрі застосовуються на фондовому ринку багатьох країн:

1. Поєднання короткого опціону пут з нижчою ціною виконання і довгого опціону кол з вищою ціною виконання. Ставка: зниження ціни. Основна мета — одержання прибутку в інтервалі між контрактними цінами опціонів (зворотний спред «бика»).
2. Поєднання довгого опціону пут з нижчою ціною виконання і короткого опціону кол з вищою ціною виконання. Ставка — зниження ціни. Мета — одержання прибутку в інтервалі між контрактними цінами опціонів (зворотний спред «ведмедя»).
3. Поєднання купівлі й продажу опціонів кол або опціонів пут з тою самою датою закінчення контрактів за умови, що кількість довгих опціонів перевищує кількість коротких і що довгі опціони мають нижчу, а короткі — вищу ціну виконання. Якщо інвестор орієнтується на підвищення ціни, він використовує композицію, яка складається з опціонів кол, на зниження — з опціонів пут (бекспред).
4. Поєднання купівлі й продажу опціонів кол і опціонів пут з тою самою датою закінчення контрактів за умови, що кількість опціонів, які продаються, більша за кількість тих, що купуються. Опціони кол, що продаються, мають вищу ціну виконання, а ті, що купуються, — нижчу. Опціони пут, які продаються, мають нижчу ціну виконання, а ті, що купуються, — вищу. Ставка: незмінність ціни акцій (рейтиспред).
5. Поєднання опціонів кол або опціонів пут з однаковою датою закінчення контрактів, але з різними цінами виконання. Якщо використовуються опціони кол, композиція будується придбанням одного опціону з нижчою ціною виконання, другого — з вищою ціною і продажу цих опціонів за ціною, котра лежить в інтервалі між двома названими цінами виконання. Ставка: незначне коливання цін акцій (сендвіч).
6. Поєднання купівлі опціону колл з нижчою ціною виконання та продажу двох опціонів кол з вищими, але різними цінами виконання. Така комбінація знижує ризик втрат від значних змін ціни акцій, проте обмежує величину доходу за невеликих змін (спред-кондор). Цікавим різновидом є також спред, відомий під назвою «діагональний», який передбачає різні ціни виконання і різні дати закінчення. Цей вид спреда має чотири підвиди: а) ціна виконання опціону кол нижча за ціну виконання опціону пут, якщо опціон кол виконуватиметься пізніше, ніж опціон пут; б) ціна виконання опціону кол нижча за ціну виконання опціону пут, якщо опціон кол виконуватиметься раніше, ніж опціон пут; в) ціна виконання опціону кол вища за ціну виконання опціону пут, якщо опціон кол виконуватиметься пізніше, ніж опціон пут; г) ціна виконання опціону кол вища за ціну виконання опціону пут, якщо опціон кол виконуватиметься раніше, ніж опціон пут. Оперуючи фактором часу, можна одержати ще складніші комбінації, зокрема продаж короткотермінового колу (або путу) з однаковою ціною виконання. У всіх випадках комбінація спред фіксує розрив, що створюється між оптимальною ціною продавця (мінімальною ціною) і оптимальною ціною покупця (максимальною ціною) на даний цінний папір. За такого трактування спреду під

оптимальною ціною продавця розуміють ціну, яку просить продавець цінного паперу і яка є оптимальною саме для покупця цінного паперу; оптимальна ціна покупця — це ціна, яку пропонує покупець цінного паперу і яка є оптимальною для продавця цінного паперу. Спред визнається позитивним, якщо максимальна ціна покупця є вищою за мінімальну ціну продавця. Домовитися про ціну угоди набагато легше за позитивного спреду. Інша річ за негативного спреду, коли потрібно докласти зусиль, щоб зблизити позиції сторін (продавця і покупця) і знайти прийнятний для кожної зі сторін рівень ціни. Великі можливості відкриваються із суміщенням в одній угоді купівлі (продажу) опціону і реального активу, наприклад акцій. Такі комбінації належать до групи синтетичних (але не вичерпують їх), прикладом може бути комбінація купівлі акцій з одночасним продажем одного опціону кол (рис. 18). Рис. 18. Купівля акцій з одночасним продажем опціону кол

Інтерес становлять і інші такі комбінації: продаж акцій і купівля одного опціону кол; купівля акцій і купівля одного опціону пут; продаж акцій і продаж одного опціону пут. Ще одна група комбінацій цього типу створюється із включенням в угоду не одного, а відразу двох опціонів. У цьому разі ми маємо: купівлю акцій і продаж двох опціонів кол; купівлю акцій і купівлю двох опціонів пут; продаж акцій і продаж двох опціонів пут. Кожний з методів синтетичних комбінацій дає змогу визначити результативну (комбіновану) позицію, котра ліпше за інші комбінації відповідатиме інтересам інвестора. У тім, що вибір вдалих комбінацій може відповідати інтересам інвестора, можна впевнитися на прикладі синтетичних операцій опціонів. Один такий спосіб полягає у купівлі опціону кол і продажу опціону пут, а інший — у продажу опціону кол і купівлі опціону пут. Різниця між прямою і опосередкованою купівлею та продажем акцій полягає в тім, що в момент створення позиції інвестор отримує прибуток, що дорівнює різниці між преміями опціонів. Проте коли б премія опціону кол перевищила премію опціону пут, то в момент створення позиції інвестор зазнав би збитків, що дорівнюють різниці премій. Крім того, різницю можна бачити і в тім, що купівля акцій безпосередньо зв'язана зі значними початковими витратами, а витрати на опціон обмежені різницею між одержаною і виплаченою преміями. Використовуючи можливості створювати різні комбінації опціонів, інвестор (покупець або продавець опціонів) забезпечує собі сприятливі умови для маневрування на фондовому ринку.

ТЕХНОЛОГІЯ ФОНДОВОГО РИНКУ 3.1 Професіонали на фондовому ринку

Будь-яка людська діяльність здійснюється за тією чи іншою технологією. Так само як виробництво продукції та її реалізація у сфері торгівлі діяльність на фондовому ринку має чітко виражену технологію, досить специфічну і порівняно стабільну. Технологія фіксується на папері — у вигляді схеми й опису, а здійснюють її люди, виконавці, використовуючи для цього свій інтелектуальний, інформаційний і технічний потенціал. Тому доцільно вивчати технологію одночасно з вивченням психології її виконавців. Ця діяльність складна, потребує спеціальних знань і досвіду, тому найуспішніше її виконують професіонали, які є посередниками між первинним емітентом і кінцевим інвестором. Законодавством України визначено такі види професійної діяльності на фондовому ринку: — ведення реєстру власників іменних цінних паперів — збирання, фіксування, обробка, збереження і надання даних, що забезпечують систему реєстрації власників іменних цінних паперів; — депозитарна діяльність — надання послуг зі збереження цінних паперів і (або)

обліку прав власності на них, а також обслуговування угод щодо цінних паперів; — розрахунково-клірингова діяльність, тобто визначення взаємних зобов'язань щодо угод з цінними паперами і виконання розрахунків; — торгівля цінними паперами, тобто виконання громадянсько-правових угод щодо цінних паперів; — діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку, надання послуг, які безпосередньо сприяють укладанню угод на біржовому і позабіржовому ринку цінних паперів. У цьому розділі розглядається процедура емісії цінних паперів та їх реєстрації (перша з перелічених видів професійної діяльності на фондовому ринку). Емісія цінних паперів — це встановлена в законодавчому порядку послідовність дій емітента з випуску й розміщення цінних паперів. Слово “випуск” тут застосовано на позначення відповідної дії. Але воно набуває й іншого значення, коли ним позначають сукупність цінних паперів (одного емітента, одного виду й однієї номінальної вартості), якщо ці папери забезпечують їхнім власникам однаковий (в межах даного випуску) обсяг прав і мають однакові умови розміщення (продажу). Подвійне значення має й термін “рішення”: як дія і як документ. Рішення про випуск акцій приймають засновники акціонерного товариства з наступним затвердженням його на загальних зборах акціонерів. Розмір випуску не може перевищувати 1/3 розміру статутного фонду. Рішення про випуск акцій оформляється протоколом, котрий повинен мати дані, достатні для забезпечення обсягу прав власників цих паперів. Зокрема в протоколі зазначають мету випуску, види акцій, їхню номінальну вартість, порядок виплати дивідендів, порядок розміщення й викупу акцій тощо. Емітент і посадові особи органів управління емітента, на яких статутом або внутрішнім документом емітента покладено обов'язок відповідати за повноту й достовірність інформації, що є в указаних документах, несуть відповідальність за виконання цих зобов'язань згідно із законодавством. Вибрана емітентом форма випуску цінних паперів фіксується в протоколі про випуск і в спеціальному документі — проспекті емісії або меморандумі про випуск цінних паперів. Для цього існують певні правила: якщо цінні папери пропонуються для розповсюдження через відкритий продаж, а також у разі випуску акцій відкритим акціонерним товариством, емітент має подати в Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку проспект емісії або меморандум про випуск цінних паперів разом із заявою про реєстрацію. Емітент через торговця цінними паперами зобов'язаний надати кожному інвесторові можливість ознайомитися з проектом до укладання інвестором угоди про купівлю цінних паперів. Під час передплати ні емітент, ні торговець не мають права повідомляти інвесторові будь-яку інформацію, що суперечить інформації, поданій у проспекті. Проспект підписують керівник і головний бухгалтер емітента. Вони ж відповідають за достовірність інформації. Обсяг інформації, необхідної для проспекту (меморандуму), тираж цих проспектів, які емітент зобов'язаний виготовити і забезпечити їх наявність у місцях передплати, встановлює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Комісія може зобов'язати емітентів дотримуватися певних вимог щодо подання даних бухгалтерського обліку в проспекті емісії і навіть вимагати підтвердження таких даних незалежним аудитором. Комісія має право зобов'язати емітента опублікувати проспект (меморандум) в офіційному виданні Комісії або в засобах масової інформації. Комісія може відмовити у прийнятті проспекту, якщо порушено правила його підготовки (зокрема не розкрито суттєвої інформації) і якщо не сплачено

реєстраційного мита. Усі витрати, зв'язані з визнанням випуску цінних паперів недійсним і поверненням коштів власникам, відносять на рахунок емітента. Для повернення коштів власникам цінних паперів Комісія має право звернутися до суду. Акції випускаються для того, щоб їх продати, тобто розмістити. Розміщення цінних паперів — це відчуження цінних паперів емітентом первинним власникам через укладання громадянсько-правових угод. Розміщення звичайно має форму передплати — закритої або відкритої. Закрита передплата — розміщення цінних паперів поміж заздалегідь визначених інвесторів без публічного (тобто з використанням засобів масової інформації) оголошення пропозиції. Відкрита передплата — розміщення цінних паперів серед потенційно не-обмеженого кола інвесторів через оголошення публічної пропозиції і укладення громадянсько-правових угод. Під час відкритого продажу (розміщення, передплати) акцій забороняється надавати будь-кому будь-які привілеї щодо придбання цінних паперів. Це правило не застосовується у разі емісії державних цінних паперів, а також щодо використання акціонерами відкритих акціонерних товариств свого переважного права викупу нової емісії акцій. На цьому етапі випуску цінних паперів перше слово належить так званому андеррайтеру (від англ. underwriter — передплатник). Це торговець цінними паперами, котрий виступає від імені і з доручення емітента відповідно до укладеного з ним договору або викупує в емітента цінні папери для їх наступного розміщення за передплатою. Андеррайтери можуть розмістити й меншу кількість цінних паперів, ніж указано в проспекті. Частку нерозміщених цінних паперів, котрої достатньо, щоб визнати емісію такою, що не відбулася, визначає держава. Протягом усього періоду відкритого продажу цінні папери не можуть продаватися за ціною нижче їхньої номінальної вартості або вартості, встановленої Комісією, виходячи з ринкової вартості цінних паперів цього емітента на фондових біржах чи в позабіржових торговельно-інформаційних системах. Цінні папери, випуск яких не було зареєстровано, не підлягають розміщенню. Це не якась зайва причіпка: в Україні фондовий ринок перебуває у стадії становлення, коли підвищена увага надається саме обліку й реєстрації всіх об'єктів і процесів обігу цінних паперів. Реєстрація потрібна всім учасникам фондового ринку: емітенту — для відстежування руху і трансформації випущених ним цінних паперів; інвестору — для гарантії одержання доходу; державі — для контролю й регулювання; посередникам — для якісного виконання послуг, які вони надають. Пріоритетну роль у випуску цінних паперів в Україні відіграють приватизовані підприємства. Це свідчить про зростання темпів приватизації, поживлення інвестиційної діяльності в Україні, раціональне розміщення фінансових ресурсів, створення умов для добросовісної конкуренції та обмеження монополізму. За станом на 1 січня 1998 р. загальний обсяг емісій акцій, зареєстрованих Комісією, становив 11921,5 млн грн. (табл. 7).

ТАБЛИЦЯ 7 ОБСЯГ ЕМІСІЙ АКЦІЙ, ЗАРЕЄСТРОВАНИХ ДЕРЖАВНОЮ КОМІСІЄЮ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ФОНДОВОГО РИНКУ, млн грн.

Учасники ринку	на 01.01.97	на 01.04.97	на 01.07.97	на 01.10.97	на 01.01.98
Комерційні банки (ЗАТ)	5,526	6,681	27,486	56,432	332,063
Комерційні банки (ВАТ)	50,457	91,129	147,099	217,538	343,763
Страхові компанії	1,536	3,005	6,677	8,541	17,615
Інвестиційні компанії, фонди	1,163	4,701	14,030	16,584	21,042
Підприємства (ВАТ)	1816,398	5256,374	6520,015	7867,666	9322,596
Підприємства (ЗАТ)	75,656	185,353	390,913	1232,707	1878,450
Усього	1950,737				

5547,243 7106,220 9399,468 11921,528 Якщо у 1996 р. було зареєстровано випусків акцій на суму 3430 млн грн., то 1997 р. акцій було випущено в 2,9 раза більше (рис. 19). Рис. 19. Динаміка зростання емісій акцій, зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку Найбільший обсяг емісій акцій (78,20 %), що зареєстровані Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, припадає на підприємства — відкриті акціонерні товариства (рис. 20). Обсяг зареєстрованих емісій облігацій підприємств 1997 р. становив 116,4 млн грн., що у 151,2 раза більше, ніж у попередньому році (табл. 8).

Таблиця 8 ОБСЯГ ЗАРЕЄСТРОВАНИХ ДЕРЖАВНОЮ КОМІСІЄЮ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ФОНДОВОГО РИНКУ ЕМІСІЙ ОБЛІГАЦІЙ ПІДПРИЄМСТВ, млн грн.

Учасники ринку 1997 Комерційні банки (ВАТ) 0,500 Підприємства (ВАТ) 0,0347 Державні підприємства 102,000 Товариства з обмеженою відповідальністю (ТОВ) 3,900 Об'єднання підприємств 10,000 Усього 116,435 Реєстрації підлягають випуски будь-яких інвестиційних цінних паперів, котрі розповсюджуються шляхом відкритого продажу (передплати), а також випуски акцій відкритих акціонерних товариств. Під час реєстрації випуску інвестиційних цінних паперів кожному випускові надається державний реєстраційний номер. Відповідно до “Тимчасового положення про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх випуск”, затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.02.98 р. № 36, для реєстрації випуску акцій акціонерне товариство подає в орган реєстрації такі документи: а) заяву про реєстрацію випуску акцій; б) рішення стосовно затвердження результатів передплати на акції, оформлене протоколом (якщо не досягнуто або перевищено рівень оголошеної передплати) і засвідчене підписами та печаткою емітента; в) нотаріально засвідчену копію статуту або змін у статуті емітента, зв'язаних зі змінами розміру статутного фонду (номінальної вартості або кількості акцій); г) зразок бланка сертифіката акції, оформленого згідно з вимогами чинного законодавства (за документарної форми випуску); д) баланс, засвідчений підписами та печатками емітента й аудитора (аудиторської фірми), довідку про фінансовий стан емітента, засвідчену підписами та печаткою аудитора (аудиторської фірми) і висновок аудитора (аудиторської фірми) станом на перше число кварталу, у котрому подаються документи; е) копії свідоцтв про реєстрацію попередніх випусків акцій; є) копію свідоцтва про державну реєстрацію товариства. Реєстр власників цінних паперів — це список зареєстрованих власників із зазначенням кількості, номінальної вартості й виду цінних паперів, який складено на певну дату і який дає можливість ідентифікувати цих власників, кількість і види належних їм цінних паперів. На думку деяких спеціалістів фондового ринку, не слід перевантажувати реєстр тим, що ефективніше може виконувати депозитарій, а саме — фіксацією прав на цінні папери. Реєстр, уважають вони, має виконувати лише інформаційне забезпечення емітента, для чого існує технічно досконала система рахунків депо. Як свідчить практика фондових ринків багатьох країн, бурхливий розвиток сфери цінних паперів потребує якісних змін в інфраструктурі цієї сфери. Передовсім, це стосується організації роботи з реєстрації цінних паперів. Реєстр власників цінних паперів, випущених конкретним емітентом, потрібен останньому для того, щоб вести точний облік усіх тих, хто купив його цінні папери і перед ким він має зобов'язання. Дякуючи цьому, емітент постійно інформований не тільки про свої інтереси, а й про

необхідність їхньої зміни. І тут ми підходимо до головного: емітент може сам виконувати функцію реєстроутримувача, а може передати її спеціалізованій організації, яка реєструватиме інвесторів для кожного емітента як свого клієнта. Формування інфраструктури фондового ринку з орієнтацією на інтереси його основних учасників відбувалося історично. З давніх часів емітенти хотіли мати можливість постійно стежити за зміною складу своїх вкладників; інвестори, у свою чергу, виявляли бажання одержувати вірогідну інформацію про перехід прав власності, а держава турбувалася про те, щоб не втрачати контроль за дотриманням правил обороту цінних паперів. Відповідно до цього створювалися служби — реєстроутримувачі, депозитарії і реєстратори. Нині функції реєстраторів виконують здебільшого реєстроутримувачі, або навпаки. Але це не скрізь так. У Франції, наприклад, функції реєстроутримувачів узяли на себе депозитарії. У Росії цей сектор інфраструктури фондового ринку ще остаточно не сформувався. В Україні формується структура фондового ринку близька до французької моделі, що пояснюється необхідністю на даному етапі розвитку процесу обігу цінних паперів сконцентрувати в єдиній організаційній структурі всі основні атрибути обслуговування цього процесу, а не розпилювати його по різних посередниках. Слід зазначити, що термінологія в даному разі не є засадною. Можна говорити, наприклад, про систему Національного депозитарію, куди включити спеціалізовані депозитарні установи у вигляді реєстраторів, а також депозитарії банків і посередників. А можна депозитарії (як сховища цінних паперів) зробити частиною загальної системи реєстрів України, в якій чільне місце належить реєстратору — юридичній особі, що спеціалізується лише на реєстраційній діяльності. Проте таким видом діяльності може займатися і сам емітент. Згідно із законом “самообслуговування” допускається за умови, що кількість власників його іменних цінних паперів не перевищує 500. В іншому разі ця функція переходить до реєстратора. Це саме той випадок, коли спеціалізований поділ праці є найефективнішою інфраструктурою. Емітентові зручніше доручити цю діяльність реєстратору — клопоту менше, зберігання документів — надійніше. Але не слід розглядати реєстрацію цінних паперів як хоч би найменшу гарантію збереження їхньої вартості, а тим більше дохідності. Емітентові бажано вдатись до послуг реєстратора і тому, що для самостійної реєстрації цінних паперів необхідно одержати дозвіл у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, а для цього подати чималу кількість документів, у тім числі кілька копій документів про підприємство-емітент, перелік керівників (першої особи, її заступника, головного бухгалтера) із зазначенням їхньої освіти і стажу роботи, розписати порядок ведення реєстру, подати нотаріально засвідчені копії кваліфікаційних свідоцтв штатних працівників емітента, атестованих для ведення реєстраторської роботи, тощо. Для того, щоб юридичну особу було визнано реєстратором, вона має одержати дозвіл Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Необхідно подати в цю комісію цілий пакет документів, які в усіх аспектах характеризують претендента, у тім числі висновок аудитора, копії атестатів про освіту штатних працівників і комп'ютерну дискету з електронними копіями документів. В аудиторському висновку обов'язково подаються дані про склад статутного фонду претендента (акціонерного товариства), форму внесків (грошові внески, матеріальні цінності, цінні папери, інтелектуальна власність та ін.) і розмір сплаченої кожним засновником частини статутного фонду. Серед

документів, що подаються до Комісії, особливо важливі три. По-перше, це перелік усіх відділень, філій, представництв, котрі наділяються повноваженнями щодо здійснення діяльності з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів (з коротким їх описом). По-друге, дані про накладені за господарські й фінансові порушення на претендента (акціонерне товариство) санкції органами державної влади, судом, арбітражним або третейським судом протягом останніх трьох років із зазначенням дати накладених санкцій, назви органу, що наклав санкцію, причин їх накладення, виду й розміру санкцій, стану їх виконання на момент подання заяви. По-третє, список усіх суб'єктів підприємницької діяльності, зареєстрованих в Україні, де претендент є засновником, акціонером або учасником — з виокремленням таких, де йому належить понад 5 % статутного фонду (з коротким описом кожного суб'єкта). За видачу дозволу стягується плата. Його видають терміном на три роки, і він діє на всій території України. Існує певна процедура продовження дозволу. Після ліквідації або реорганізації реєстратора виданий йому дозвіл втрачає силу. Реєстратор у триденний термін зобов'язаний повідомити про це емітентів, реєстри яких він веде, і Комісію (або її територіальні відділення). Реєстратор не має права самостійно припинити реєстраційну діяльність до вирішення питання про передачу реєстра іншому реєстраторові або до повного виконання умов договору з емітентом. Високі вимоги пояснюються великою відповідальністю. Реєстраційною діяльністю повинні займатися професіонали з бездоганною репутацією — для того, щоб зменшити ризик виконання операцій з цінними паперами і зробити ефективнішим їхній обіг. Зрозуміло, на діяльність реєстратора накладаються певні обмеження. Наприклад, він не має права здійснювати будь-які інші операції з цінними паперами, крім тих, котрі йому дозволені законом. Він не має права передавати свої функції іншій особі, не одержавши на це належного дозволу, а також брати плату за видачу будь-яких виписок і довідок своїм клієнтам (табл. 9).

ТАБЛИЦЯ 9 ПОКАЗНИКИ СТАНУ РИНКУ РЕЄСТРАТОРСЬКИХ ПОСЛУГ В УКРАЇНІ У 1997 р.

Показник	За станом на кінець кварталу I	квартал II	квартал III	квартал IV
Кількість емітентів іменних цінних паперів, що передали реєстри незалежним спеціалізованим реєстраторам	3653	5073	6176	7409
Кількість номінальних утримувачів у реєстрах	424	473	448	455
Кількість власників іменних цінних паперів у реєстрах	9485820	120801158	13772814	14992760
Кількість випусків іменних цінних паперів, які обслуговують реєстратори	3747	5313	6485	7801

Клієнтами реєстратора є не тільки емітенти, а й власники (утримувачі) цінних паперів, а також номінальні утримувачі, що виконують з доручення власників і в їхніх інтересах операції з цінними паперами. Номінальними утримувачами можуть бути торговці цінними паперами, депозитарії й довірчі товариства. Сам реєстратор не може бути ні власником іменних цінних паперів, які в нього зареєстровано, ні номінальним утримувачем. Власників і номінальних утримувачів цінних паперів, записаних до реєстру, називають зареєстрованими особами. Вони також мають певні обов'язки, зокрема зобов'язані подавати реєстраторові дані для відкриття особових рахунків, повідомляти його про зміну реквізитів документів і появу нових зобов'язань (у тім числі заставних), а також надсилати передатні доручення для зміни права власності. Номінальний утримувач, крім того, зобов'язаний подавати в Антимонопольний комітет України відомості про пакети акцій кожного емітента розміром 10 і більше відсотків, переданих йому для

здійснення операцій. Контролюється діяльність номінального утримувача й з інших параметрів, зокрема, він зобов'язаний подавати реєстратору інформацію про списки власників, на вимогу власника цінних паперів вносити до реєстру записи про передачу іменних цінних паперів і т. д. Юридична особа, яка здійснює діяльність зі збереження цінних паперів та їх використання для обліку прав власності, називається депозитарієм (від лат. depositum — відкладене). Такою діяльністю може займатися і реєстратор. Але в будь-якому разі збереження цінних паперів і всіх належних до них документів має бути зразковим. Приміщення, де зберігаються дані системи реєстру як у паперовій, так і комп'ютерній формах, мусять бути обладнані охороною сигналізацією і захищені від несанкціонованого доступу сторонніх осіб. Документи, котрі є підставою для внесення змін до реєстру, мають зберігатися протягом трьох років. До основних документів реєстратора належать реєстр, особові рахунки і журнали обліку. Реєстр містить докладну інформацію про емітента, реєстратора, власників іменних цінних паперів (фізичних і юридичних осіб), а також про номінальних утримувачів. Поряд із формальними (адресними) реквізитами в реєстрі обов'язково подаються дані про вид, кількість і вартість цінних паперів. Реєстр ведеться в паперовій і (або) комп'ютерній формі, але документи, що підтверджують дані реєстру, ведуться тільки в паперовій формі. Реєстр засвідчується підписами посадових осіб, скріплених печатками, та оформляється у вигляді пронумерованих і прошнурованих сторінок. Реєстр ведеться так, щоб було забезпечено можливість відновити випадково втрачену інформацію про зареєстрованих осіб і цінні папери, що їм належать. Реєстратор відкриває кожному емітенту два особові рахунки: по-перше, емісійний — для зарахування на нього емісії із зазначенням номінальної вартості й кількості цінних паперів, а також їхньої частки в статутному фонді емітента (якщо йдеться про акції); по-друге, рахунок на викуплені цінні папери, на якому відображається вид, кількість і номінальна вартість викуплених емітентом цінних паперів для анулювання їх або дальшого продажу. Особові рахунки аналогічного змісту відкривають також кожному власникові цінних паперів і кожному номінальному утримувачу. Журналів кілька: для обліку записів у реєстрі (1), обліку питань (2) і обліку виданих, погашених, анульованих і втрачених цінних паперів (3). Облік ведеться в хронологічному порядку. У першому журналі фіксується інформація про випуск іменних цінних паперів, передачу прав на них (або відмову в передачі), а також про всі дії щодо зміни кількості цінних паперів. Запити (другий журнал) стосуються видачі копій з реєстру і виписок на підставі запитів зареєстрованих осіб, реєстрації переходу прав власності і розміщення цінних паперів. Погашення цінних паперів (третій журнал) є наслідком корпоративних угод та інших змін, що безпосередньо впливають на процес обігу цінних паперів. Записи в реєстрі, особових рахунках і журналах взаємозв'язані і взаємообумовлені, що забезпечується їхньою негайною фіксацією за принципом бухгалтерського ажуру. Необхідно підкреслити, що фіксація в документах змін, що відбуваються, є більш трудомісткою порівняно з первинним документуванням. Підставою для фіксації змін є договори купівлі-продажу, дарування, обміну і застави, рішення судових органів, документи на спадщину, документи приватизації, засновницькі та інші документи, складені згідно з чинним законодавством. З цих первинних документів слід виділити передатні доручення, які власники цінних паперів дають реєстраторові для внесення

відповідних змін у реєстр у зв'язку з передаванням права власності іншій особі. Відмову реєстратора внести запис до системи реєстру можна оскаржити в суді. Але і зареєстрованим особам необхідно своєчасно інформувати реєстратора про зміни, пов'язані з оборотом цінних паперів. Одна з функцій реєстратора заслуговує, щоб про неї сказати окремо. Це облік доходів, що нараховуються й виплачуються на іменні цінні папери: дивіденди, відсоткові виплати, виплати на погашення тощо. Між реєстратором і емітентом з цього питання виникає листування. На прохання емітента реєстратор готує дані для виплати доходів кожній зареєстрованій особі. Після схвалення рішення про виплату доходів емітент надсилає реєстраторові письмове повідомлення про суми і способи виплати доходів. Ці дані заносяться в реєстр. Реєстратор розраховує й обсяги податків із зареєстрованих осіб, якщо це передбачено договором з емітентом. До функцій реєстратора може також належати розрахунково-клірингова діяльність, зв'язана із визначенням взаємних зобов'язань і розрахунків щодо цінних паперів. Тепер про контрольну функцію системи реєстру. Особові рахунки і журнали мають, як уже було сказано, реквізити, що уможливають не тільки констатацію, а й контроль за станом фондового ринку. Під контролем реєстратора перебувають такі дії емітента, як випуск цінних паперів, їх розміщення, анулювання й викуп, виплата доходів, передача паперів у заставу. Реєстратор перевіряє наявність документів, які є підставою для формування реєстру і внесення до нього змін. Фіксація цих даних дає реєстратору можливість забезпечувати ідентифікацію зареєстрованих осіб, передовсім власників іменних цінних паперів. Реєстратор щоденно порівнює види і кількість розміщених цінних паперів з тим, що обліковано в особових рахунках. Такий порівняльний аналіз є правом і обов'язком реєстратора, котрий не може бути стороннім спостерігачем обороту цінних паперів. Так, до обов'язків реєстратора належить встановлення відповідності фактично розміщених емітентом цінних паперів вимогам законодавства щодо правил визнання емісії такою, котра відбулася (не відбулася). Про всі виявлені розбіжності загальної кількості цінних паперів, відображених на рахунках, із кількістю цінних паперів у звітах про випуск, на емісійному рахунку емітента, в обігу (тобто зафіксованих у реєстрі за власниками й номінальними утримувачами) реєстратор негайно повідомляє емітента і з'ясовує причини. Із функцією контролю пов'язане блокування іменних цінних паперів, котре полягає у призупиненні переходу прав власності, що його реєстратор виконує з розпорядження зареєстрованої особи, з рішення суду або Антимонопольного комітету України. Підставою для цього є передача цінних паперів під заставу, вступ у спадкові права, порушення антимонопольного законодавства та інші причини. Документи блокуються на певний термін — до виконання певних умов. Здійснюючи названі функції як суб'єкт контролю, реєстратор водночас сам є об'єктом контролю. Він щоквартально звітує Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, повідомляючи поряд з основними показниками обігу цінних паперів також перелік послуг, що їх він надає своїм клієнтам, і кількість порушень ним терміну обробки документів. Звітність — не єдиний канал контрольної інформації. Названу Комісію наділено правом перевіряти діяльність Реєстраторів безпосередньо або із залученням експертів; жадати пояснень з приводу заяв і скарг, усунення виявлених порушень, накладати стягнення на винних. За повторного або одноразового грубого порушення правил і процедур реєстраторської діяльності ліцензію на

ведення діяльності може бути анульовано. У роботі з контролю беруть участь також інші державні органи. Так, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку подає в Антимонопольний комітет України відомості про власників, які володіють 10 і більше відсотками акцій емітента, а також про осіб, котрі передали такі пакети акцій у довірче управління. Інший приклад: названа Комісія щомісячно подає Ліцензійній палаті при Міністерстві економіки дані про видачу дозволів на реєстраційну діяльність і про реєстраторів (за затвердженою Палатою формою). Докладніші дані про систему реєстрації на фондовому ринку України читач може знайти у відповідних нормативно-правових документах, зокрема в “Положенні про діяльність та облік прав власності на іменні цінні папери і депозитарну діяльність” (затверджено Указом Президента України від 2 березня 1996 р. № 60 (96) та в інструкції “Порядок видачі дозволу на здійснення діяльності з ведення реєстру власників іменних цінних паперів” (затверджено наказом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 1 квітня 1996 р. № 58). Нині триває вдосконалення технології реєстрації цінних паперів. Зокрема, вирішується завдання прискорення процесу формування й передачі реєстрів власників іменних цінних паперів емітентами незалежним реєстраторам, що передовсім стосується акціонерних товариств, створених у процесі приватизації. Встановлюються на окремі реєстраційні послуги граничні тарифи, що базуються на фіксованій платі й обґрунтованому витратному механізмі ціноутворення. Вносяться відповідні зміни й доповнення в законодавство і нормативні акти. Системі реєстрів України властивий “проміжний” період комп’ютеризації операцій, коли поєднуються документарна й електронна форми: наприклад, реєстр ведеться в електронному режимі, але триває видача паперових копій і виписок. В економічних перетвореннях не останнє значення має швидкість віднайдень коштів фінансування тих чи інших заходів. Зasadне значення тут матиме створення державної депозитарної системи, оскільки хоч реєстраторів і називають незалежними, вони все-таки залежать від емітентів (“хто платить, той і замовляє”). Тому їхня контрольна функція первісно обмежена. Проте реєстратори, які вже накопичили великий досвід, можуть не турбуватися, що залишаться без роботи. Зрозуміло, що коли ведення реєстрів служить інтересам і потребам емітентів, то ведення рахунків обслуговує інвесторів. Ці рахунки ведуться в депозитаріях для обліку і точного підтвердження прав власників цінних паперів і для фіксування переходу прав на цінні папери від одного інвестора до іншого. Отже, виникають два альянси: “емітент — реєстроутримувач” та “інвестор — депозитарій”. Оскільки реєстроутримувач і депозитарій обслуговують відповідно емітентів та інвесторів як суб’єктів фондового ринку з протилежними інтересами, то в їхніх відносинах може виникати певне напруження: з одного боку, реєстроутримувач, виражаючи інтереси свого емітента, може не включати до реєстру невігідних інвесторів, а з іншого — депозитарій в інтересах свого інвестора може приховати інформацію про реальну кількість цінних паперів, котрі йому належать, наприклад, для скуповування боргів або раптового захоплення контрольного пакета акцій. Це напруження має регулювати законодавство, уводячи необхідні обмеження і зобов’язання для кожної зі сторін і, крім того, створюючи правове поле, за якого реєстроутримувач і депозитарій виявляють заінтересованість у ділових зв’язках між собою, усвідомлюючи, що вони “приречені” на співробітництво. Умови ці не хитрі: кожна зі сторін повинна діяти

в межах визначених функцій і на взаємній основі передавати іншій стороні повну й вірогідну інформацію. Остаточне впорядкування цієї ділянки фондового ринку ще попереду. Утім, в економіці немає нічого “остаточного”: вона періодично оновлюється, удосконалюється, пристосовується до власних результатів і соціально-політичних вимог. Тому доцільніше описувати не систему, яка постійно змінюється, а окремі її елементи, котрі є досить стабільними і через це здатні стати складовими будь-якої системи. Звернімося до термінології, якою користується Закон України “Про Національну Депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” (1997). Там ми знайдемо здебільшого вже знайомі нам поняття: — депозитарій цінних паперів (далі — депозитарій) — юридична особа, яка провадить лише депозитарну діяльність і може здійснювати кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів; — депозитарна діяльність — надання послуг зі зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, із відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках (включаючи кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів), обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів; — кліринг — отримання, звіряння та постійне оновлення інформації, підготовка бухгалтерських і облікових документів, необхідних для виконання угод щодо цінних паперів, визначення взаємних зобов'язань, які передбачають взаємозалік, забезпечення й гарантування розрахунків за угодами щодо цінних паперів; — зберігач цінних паперів — комерційний банк або торговець цінними паперами, котрий має дозвіл на здійснення операцій стосовно збереження й обслуговування обігу іменних цінних паперів, переданих йому за договором про відкриття рахунка депо; — рахунок депо — сукупність записів в облікових реєстрах депозитарію, необхідних для виконання договору рахунка депо з депонентом: рахунок депо включає анкету рахунка депо і сукупність операційних записів з інформацією про цінні папери, які обліковуються на рахунку; — виписка з рахунка депо — це документ, що не є цінним папером і видається зберігачем цінних паперів для підтвердження права власності на вказану у виписці кількість депонованих цінних паперів; — депозитарна діяльність — надання послуг зі збереження цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття і ведення рахунків у цінних паперах власників або зберігачів, обслуговування угод і операцій емітента стосовно випущених ним цінних паперів; — депонент — юридична або фізична особа, котра користується послугами зберігачів цінних паперів на підставі договору про відкриття рахунка депо або іншого договору, умовами якого передбачено відкриття такого рахунка; — депозитарний договір (договір про рахунок у цінних паперах) — це договір між зберігачем і вибраним ним депозитарієм, за яким депозитарій відкриває зберігачеві рахунок, на якому відповідно до правил депозитарію обслуговуються операції з цінними паперами, переданими зберігачу за договором про відкриття рахунка депо; — депозитарний облік — це облік цінних паперів на рахунках депо власників цінних паперів у зберігачів цінних паперів або облік на рахунках у цінних паперах, котрий здійснює депозитарій для зберігачів цінних паперів та емітентів; — іммобілізація цінних паперів — це переведення цінних паперів, випущених у документарній формі, у форму записів на рахунках через депонування сертифікатів у сховищах зберігачів цінних паперів або депозитарію для дальшого їхнього обороту у вигляді записів на цих рахунках; — колективний

спосіб збереження цінних паперів — це спосіб збереження, згідно з яким депозитарій або зберігач цінних паперів здійснює депозитарний облік цінних паперів депонента без зазначення їхніх номерів або інших індивідуальних ознак. Такі деякі поняття й терміни вітчизняної депозитарної системи. Треба визнати, що її розвиток значно відстає від потреб ринку. Без огляду на те, що було розроблено всі нормативні документи, 1996 р., наприклад, не надійшло жодної заяви на здійснення депозитарної діяльності. Кілька слів про засадні принципи майбутньої Національної депозитарної системи. Крім збереження цінних паперів, ця система має виконувати такі функції: а) стандартизація обліку цінних паперів за міжнародними стандартами; б) уніфікація документообороту щодо операцій з цінними паперами і нумерація цінних паперів за міжнародними стандартами; в) постачання або переміщення з рахунка на рахунок цінних паперів одночасно з платежем; г) акумулювання доходів з цінних паперів і їх розподіл на рахунки; д) регламентація та обслуговування механізмів позик і застави для цінних паперів, прийнятих на обслуговування системою; е) виконання обов'язків номінального утримувача цінних паперів; є) опрацювання, запровадження й обслуговування комп'ютеризованих систем безготівкових розрахунків для цінних паперів. Такі функції депозитарної системи пропонуються багатьма спеціалістами. Але, на нашу думку, цей перелік не вичерпує всіх завдань депозитарної системи. Формування складу функцій для якоїсь однієї структури фондового ринку можна остаточно завершити тільки за комплексного вирішення цього завдання стосовно фондового ринку в цілому. Закон встановлює дворівневу систему Національного депозитарію. Нижнім рівнем визнано зберігачів, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстраторів власників іменних цінних паперів, а верхнім — Національний депозитарій України і депозитаріїв, що ведуть рахунки для зберігачів та здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів. Спочатку Національний депозитарій діє як акціонерне товариство, частина пакета акцій якого має належати державі. У міру розвитку й зміцнення фондового ринку частку держави може бути відчужено іншими учасниками фондового ринку. Закон встановлює низку обмежень щодо участі працівників (прямих учасників) Національної депозитарної системи та державних органів, які здійснюють контроль за її діяльністю, на фондовому ринку. Так, працівникам (прямим учасникам) Національної депозитарної системи та державних органів, які здійснюють контроль за її діяльністю, забороняється здійснювати професійну діяльність на ринку цінних паперів, виконувати будь-яку оплачувану, крім викладацької, роботу для юридичних осіб, що здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів. Зазначеним особам також забороняється використовувати інформацію про цінні папери, до якої вони мають доступ, для укладання угод у власних інтересах. Національний депозитарій має увійти в міжнародну мережу центральних депозитарних установ, торговельних систем і міжнародних організацій зі стандартизації для забезпечення представництва суб'єктів фондового ринку України на світовому ринку. Система Національного депозитарію може бути кліринговою і виконавчою стосовно угод з цінних паперів. Кліринг цінних паперів — це визначення взаємних зобов'язань і прав власності учасників угод та інших операцій з цінними паперами в процесі виконання згаданих угод і операцій, під час якого відбувається збирання, звіряння, виправлення інформації та підготовка бухгалтерських документів для

здійснення цих угод. У багатьох країнах існують самостійні клірингові палати, які створюють спеціальні резервні фонди для зниження ризиків операцій з цінними паперами. В Україні розрахунково-клірингові операції зосереджено (точніше, має бути зосереджено) в депозитарній системі, але це не заважає створювати резервні фонди. Кліринг і грошові розрахунки за угодами з цінними паперами здійснюються депозитаріями через кореспондентські відносини з іншими депозитаріями. Розрахункові банки надають депозитарію відповідні послуги. Державний контроль цієї діяльності здійснює Національний банк України, а також уповноважені ним установи банківської системи. Кліринг є обов'язковою складовою договірною процесу щодо цінних паперів, котрий відбувається в чотири етапи: 1) укладання угоди; 2) звіряння показників угоди; 3) кліринг; 4) виконання угоди. На фондовій біржі всі угоди перебувають під контролем, чого не можна сказати про угоди на позабіржовому ринку. Відмінності існують і в техніці угод. На фондовій біржі угода укладається усно або у вигляді обміну записками. З уведенням у практику електронної техніки факт укладання угоди фіксується в комп'ютерному центрі біржі. На позабіржовому ринку угоди укладаються по телефону (як правило, із записом на магнітну стрічку), по телексу або з допомогою електронних мереж. Одночасне підписання двостороннього документа про угоду здійснюють здебільшого тільки на первинному ринку цінних паперів. На вторинному — учасники ставлять свої підписи в різний час. Факт укладання угоди ще не означає автоматичного переходу права власності. На другому етапі відбувається звіряння: учасникам угоди надається можливість урегулювати розбіжності (коли такі є) щодо розуміння суті та предмета угоди. Сторони звичайно обмінюються додатковими письмовими перевірочними документами. Кліринг (третій етап) включає кілька підетапів: а) виявлення автентичності документа і правильності його оформлення; б) обчислення грошових сум, які належить переказати, і кількості цінних паперів, котрі передаються; в) оформлення розрахункових документів, що направляються на виконання в грошову розрахункову систему і систему, яка забезпечує передачу цінних паперів. Для зменшення кількості платіжних операцій і скорочення обсягу розрахункових робіт широко застосовується взаємозалік, який буває двостороннім і багатостороннім. Під час клірингових розрахунків з'являються так звані закриті позиції, коли вимоги учасника угоди дорівнюють його зобов'язанням, або відкриті, коли такого немає. Відкрита позиція буває короткою, якщо вимоги учасника менші за його зобов'язання, і довгою, коли вимоги більші за зобов'язання. Визначення позицій сторін називається нейтингом (табл. 10). Таблиця 10 ОБЧИСЛЕННЯ ПОЗИЦІЙ УЧАСНИКІВ РОЗРАХУНКУ (НЕЙТИНГ), грн. Учасники Вартість цінних паперів

Позиції куплених проданих	закрита	відкрита	довга	коротка
A	120	120	0	—
Б	120	140	—	+ 20
В	120	100	—	— 20

Останній (четвертий) етап — це виконання угоди, тобто грошовий платіж і передача цінних паперів. Цей етап має відбуватися швидко, тому фондові біржі встановлюють стислі терміни виконання. Інша важлива вимога — “постачання проти платежу”, коли відбувається одночасне виконання зобов'язань обома сторонами. Завдяки цьому не тільки скорочується процедура угоди і заощаджується час, а й знижується ризик для обох сторін. В Україні здійснюються заходи, спрямовані на відмову від фізичного переміщення цінних паперів і на ширше застосування системи заліку. Діяльність з випуску й обігу цінних паперів або, інакше кажучи,

торгівля цінними паперами є дуже різноманітною за змістом, призначенням і формою. Відповідно до ст. 26 Закону України “Про цінні папери і фондову біржу” діяльністю з випуску та обігу цінних паперів визнається відповідна посередницька діяльність, здійснювана банками, а також акціонерними товариствами, статутний фонд яких сформовано за рахунок лише іменних акцій, та іншими товариствами (далі — торговці цінними паперами), діяльність яких обмежується виключно операціями з цінними паперами. Торговці цінними паперами можуть здійснювати такі види діяльності: а) діяльність з випуску цінних паперів; б) комісійну діяльність з цінними паперами; в) комерційну діяльність з цінними паперами. Діяльністю з випуску цінних паперів визнається виконання торговцем цінними паперами з доручення, від імені і коштом емітента обов’язків з організації передплати на цінні папери або їх реалізації іншим способом. При цьому торговець цінними паперами за домовленістю з емітентом може взяти на себе зобов’язання у разі неповного розміщення цінних паперів викупити в емітента нереалізовані цінні папери. Комісійною діяльністю визнається купівля-продаж цінних паперів, що здійснюється торговцем цінними паперами від свого імені, але з доручення і коштом іншої особи. Комерційною діяльністю визнається купівля-продаж цінних паперів, що здійснюється торговцем цінними паперами від свого імені та власним коштом. Про андеррайтерську діяльність ми вже говорили раніше. Спинімося зараз на інвестиційній діяльності. Нагадаємо, що здійсненню фондових угод між заінтересованими сторонами сприяє брокер, котрий репрезентує інтереси однієї з них. Брокер укладає угоди з доручення клієнта і його коштом. У договорі між брокером і клієнтом обумовлюються умови продажу або купівлі цінних паперів, додаткові послуги (консультація, реклама, надання кредиту) і розмір брокерської винагороди у вигляді комісійних (звичайно в межах 5—9 % від вартості угоди). На відміну від брокера дилер перепродує цінні папери від свого імені і власним коштом. Дохід дилера забезпечує не комісійна винагорода, а різниця цін, за якими він купує й продає цінні папери. Дилер як інвестиційний посередник виступає у двох ролях: на первинному ринку він здійснює операції з випуску цінних паперів і стає їх власником для наступного перепродажу, а на вторинному — він принципал, що укладає угоди для стабілізації курсів і проведення котирування. Торгівля цінними паперами потребує спеціального ліцензування. Ліцензію видає Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (раніше — Міністерство фінансів). Комісія має право встановлювати кваліфікаційні вимоги і вимагати від торговців цінними паперами здачі відповідних іспитів. Дозвіл на здійснення всіх або окремих (крім брокерської) видів діяльності може бути наданий заявникам, котрі мають оплачений статутний фонд не менше 1000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян (1997), а на здійснення тільки брокерської діяльності — у п’ять разів менший. Дозвіл не можуть одержати: по-перше, юридичні особи, які мають частку в статутному фонді торговця цінними паперами, коли ця частка більша за 5 % (безпосередня власність) або за 10 % (безпосередня й опосередкована власність разом); по-друге, акціонерні товариства, що не зареєстрували випуск акцій; по-третє, товариства, статут яких передбачає інші види діяльності (не зв’язані з випуском та обігом цінних паперів). Безпосередньою власністю вважається володіння часткою в статутному фонді будь-якого товариства, а опосередкованою — часткою в статутному фонді такого товариства, котре є

учасником в іншому товаристві. Частка опосередкованого володіння майном розраховується так: наприклад, інвестор має у безпосередній власності $1/5$ майна фірми А, а фірма А, у свою чергу, володіє $1/2$ майна фірми Б, відтак опосередкована власність даного інвестора у фірмі Б становитиме $1/5 \cdot 1/2 = 1/10$ (10 %). Якщо частка певної юридичної чи фізичної особи, яка не має дозволу на діяльність з випуску й обігу цінних паперів, у статутних фондах кількох торговців цінними паперами перевищує 5 % щодо кожного торговця, то вони не можуть торгувати цінними паперами один з одним. Торговець цінними паперами не має права передовіряти іншим виконання доручень клієнта, а також здійснювати обмін цінних паперів, емітентом яких є він сам або його афілійована особа, якщо це не передбачено договором з клієнтом або дорученням клієнта. Комерційну діяльність з цінними паперами можуть здійснювати як торговці, так і інші юридичні особи, за умови, що річний дохід від цієї діяльності не перевищуватиме 50 % їхнього сукупного річного доходу. Законодавчо встановлено й певні вимоги до ліквідності торговців цінними паперами. Наприклад, вартість угоди, укладеної торговцем на купівлю-продаж цінних паперів, але не виконаних на даний момент (так звана відкрита позиція), не може перевищувати п'ятикратного розміру внесеного статутного фонду торговця. Ця вимога поширюється на випадки окремої комісійної або комерційної діяльності. Коли вони здійснюються одночасно, то цей ліміт подвоюється. Загальна ж вартість цінних паперів, котрі є власністю торговця (включаючи його резерв), не може перевищувати п'ятнадцятикратного розміру його статутного фонду. Держава може встановлювати й інші вимоги до нормативів ліквідності. Перелік обов'язків торговців цінними паперами дуже великий. За їх невиконання або неналежного виконання торговець зобов'язаний відшкодувати клієнтові збитки. Дуже широким є також коло питань, що про них торговець зобов'язаний інформувати свого клієнта та відповідну фондову біржу або іншого організатора торгівлі цінними паперами. Торговець повинен вести журнал обліку операцій з кожним клієнтом, облік угод і доповнень до них. Журнал зберігається не менше трьох років. Зрозуміло, що торговці зобов'язані щорічно звітувати про свою діяльність Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку і, крім інших даних, подавати підтверджений аудитором бухгалтерський баланс. Ціла низка вимог пов'язана з антимонопольною політикою. Наприклад, будь-яка особа, котра набуває у власність не менше 10 % загальної кількості акцій відкритого акціонерного товариства, що голосують, зобов'язана протягом п'яти робочих днів повідомити про це емітента, Комісію з цінних паперів і фондового ринку та Антимонопольний комітет України. Особа, яка має намір придбати не менше 20 % акцій, що голосують, повинна зробити тендерну пропозицію. Вимоги стають значно жорсткішими за контролювання понад 75 % голосів у вищому органі управління акціонерним товариством. Виключна діяльність з випуску та обігу цінних паперів допускає проведення окремих інших видів діяльності, також зв'язаних із обігом цінних паперів: надання консультацій та управління цінними паперами. Найбільш професійно виконує ці функції інвестиційний радник, яким може бути як юридична, так і фізична особа. Його обов'язками є: а) консультування інвесторів на підставі фінансового аналізу діяльності емітентів; б) надання інформації про ринкову вартість цінних паперів і доцільність інвестування в ті чи інші об'єкти; в) опрацювання аналітичних матеріалів і оглядів ситуації на фондовому ринку.

При цьому потрібно мати на увазі, що поняття “інвестиційний радник” не поширюється на: а) представника засобів масової інформації, котрий повідомляє про загальні фінансові й ділові новини; б) юриста чи економіста, якщо інвестиційні поради не є основним у їхній діяльності; в) самого торговця цінними паперами. Діяльність інвестиційного радника ліцензується й перебуває під контролем Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Без огляду на всі ці вимоги й обмеження діяльність торговців цінними паперами є в Україні досить популярною. За період з жовтня 1991 р. по вересень 1996 р. Міністерством фінансів України було видано 973 дозволи на здійснення такої діяльності, у тім числі 145 — комерційним банкам. Досить специфічними стають функції торговця цінними паперами, якщо він бере на себе управління ними, а також управління коштами для інвестування в цінні папери і коштами, отриманими в результаті управління. У цьому разі цінні папери, кошти є предметом управління, торговець цінними паперами, котрий здобуває статус інвестиційного управляючого, — суб’єктом управління, а особа, котра уклала договір на управління цінними паперами з інвестиційним управляючим, — об’єктом управління. Само поняття управління цінними паперами настільки широке, що про нього варто поговорити докладніше. У процесі виконання торговцем цінними паперами обов’язків з управління ними він має право управляти активами особи, котра уклала з ним договір, консультувати її із загальних фінансових питань і з питань зовнішньоекономічної діяльності, а також здійснювати: — експертизу угод і договорів з цінними паперами та фінансового стану можливих об’єктів інвестування; — прогнозування стану ринків для визначення доцільності інвестування; — юридичне консультування й методичне забезпечення емісії цінних паперів; — організацію допуску цінних паперів до процедури котирування на біржі або в торговельно-інформаційній системі; — будь-які операції з цінними паперами (купівля, продаж, обмін) з обов’язковим обґрунтуванням їхньої діяльності; — інформаційне і програмне забезпечення інвестиційної діяльності; — опрацювання статутних документів господарських товариств і документів для одержання ліцензії на діяльність з випуску й обігу цінних паперів. Як і будь-яка інша діяльність на фондовому ринку управління цінними паперами потребує ліцензування. Згідно з чинним законодавством України такий дозвіл може одержати торговець цінними паперами, оплачений статутний фонд якого становить не менше 1500 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. Торговець, який має дозвіл, не може безпосередньо або опосередковано володіти майном іншого суб’єкта, котрий здійснює таку саму діяльність, вартістю понад 10 % його статутного фонду, у тім числі безпосередньо — понад 5 % статутного фонду. Виконуючи довірче управління, торговець цінними паперами одержує від свого клієнта винагороду. Він зобов’язаний діяти лише в інтересах об’єктів управління, уникаючи зіткнення власних інтересів та інтересів клієнта, а також забезпечувати конфіденційність інформації, яку він отримує від клієнта. Усі названі обмеження й вимоги учасників фондового ринку мають захистити інвесторів від махінацій, підвищити ефективність обігу цінних паперів і забезпечити антимонопольний режим підприємництва. Відносно антимонопольного режиму можна сказати, що його підтримка вимагає цілеспрямованої політики. Річ у тім, що рано говорити про вибір якоїсь стабільної моделі українського фондового ринку. Те, що ми маємо, скоріше

проміжна модель, яка створюється під впливом багатьох факторів, часто навіть випадкових, і, по суті, є сполученням європейської моделі, що в ній універсальний комерційний банк володіє великими пакетами акцій нефінансових підприємств, і північноамериканської моделі, котра орієнтується на операції з цінними паперами за участю, передовсім, небанківських фінансових установ. Склалася певна перевага українських комерційних банків перед небанківськими фінансовими установами щодо здійснення операцій з цінними паперами. Навіть з'явилася небезпека захоплення банками всієї діяльності на українському фондовому ринку, — а це може спричинити монополізм у фінансовій сфері. Крім того, вплив кредитних ризиків банків на інвестиційні ризики може ускладнити процес становлення ефективного фондового ринку в Україні. Не можна замовчати і той факт, що посилення діяльності комерційних банків на фондовому ринку України підкріплюється їхньою заінтересованістю у фінансуванні корпоративного сектора економіки — довготермінові кредити банків у 1997 р. становили тільки 10 % від загальних обсягів кредитування підприємницької діяльності. Запобігти цим негативним процесам можуть заходи для прискореного створення багатогранної інфраструктури фондового ринку, посилення державного управління, а також удосконалення спільного інвестування. Серед професіоналів фондового ринку провідне місце належить інституціональним інвесторам (їх також називають інвестиційними інститутами). Це — компанії й фонди. Їхнє значення визначається не тільки важливістю функцій, які вони виконують, а й їхньою кількістю. На відміну від депозитаріїв вони виникають уже з початком приватизації в Україні. Нині (1997) в Україні налічується близько 200 інвестиційних фондів і понад 160 інвестиційних компаній з 260 взаємними фондами. Динаміку їх зростання зображено на рис. 21. Рис. 21. Обсяг емісії інвестиційних сертифікатів за станом на 01.01.98 р. (млн грн.). Як уже зазначалося, сучасний фондовий ринок України є переважно ринком великих пакетів акцій та великих інвесторів. Як для початку економічних реформ це нормально. Проте надалі ситуація має змінитися. Ринок, який не орієнтується на кошти великої кількості інвесторів, тобто всього населення в цілому, не існуватиме довго. Уже в найближчі роки в процесі розвитку фондового ринку в Україні переважатиме тенденція до дальшого розпорошення акціонерної власності, що створюється в ході приватизації, з одночасною концентрацією прав власності та управління в руках інституціональних інвесторів. Ця тенденція підтверджується практикою фондових ринків постсоціалістичних країн. Наприклад, в сусідній Молдові популярні інвестиційний фонд та інвестиційний фонд взаємного типу. Перший займається інвестуванням або торгівлею цінними паперами, другий — випуском акцій із зобов'язанням викупити їх на вимогу акціонера, тобто забезпечує безперервний процес продажу і викупу своїх акцій за вартістю чистих активів. Великий інвестор звичайно не потребує ні спільного інвестування, ні консультацій чи порад. Він завжди має досить повну інформацію від своєї служби маркетингу для того, щоб обґрунтувати вибір об'єкта вкладення капіталу, розмір капіталу, його форму та умови інвестування. Емітентові також зручніший "оптовий" покупець цінних паперів. Інша річ — дрібний інвестор, який часто є цілком безпорадним у такій складній справі, як вкладення грошей в яке-небудь діло. Він потребує кваліфікованої допомоги. Зрозуміло, що коли з'являється попит на таку допомогу, негайно з'являється і

пропонування. Тим більше, що в даному разі попит може зростати (хоч інвестор і дрібний, зате масовий). Досвід зарубіжних країн свідчить про те, що існує постійна потреба в посередниках, котрі на професійному рівні надавали б послуги масовому інвестору, зайнявши позицію між ним і кінцевим споживачем капіталу (реципієнтом). На провідних фінансових ринках світу на інвестиційні фонди та інвестиційні компанії припадає понад 40 % залучених і вкладених коштів. Перевага компаній і фондів виявляється також у тім, що вони забезпечують управління єдиним портфелем цінних паперів. В Україні інвестиційні компанії об'єднують функції фінансового посередника на ринку цінних паперів та інституціонального інвестора, тобто інвестора, для якого інвестування в цінні папери є основним джерелом доходу і невід'ємною частиною діяльності. Інвестиційні компанії є для інших інституціональних інвесторів інвестиційними менеджерами і консультантами, формують їхні активи в цінних паперах, організують обрахунки та оплату за цінними паперами. Взаємні фонди інвестиційних компаній акумулюють кошти інвестора для спільного інвестування в цінні папери, діючи за рахунок та в інтересах осіб, котрі придбають їхні цінні папери. Специфічним інструментом спільного інвестування є інвестиційний сертифікат. Цей цінний папір дає право його утримувачу на одержання доходу у вигляді дивідендів, термін виплати яких установлюється цим документом. До участі в приватизації в Україні з інституціональних інвесторів було допущено лише закриті інвестиційні (взаємні) фонди, що уможливило значне прискорення процесів приватизації. При цьому було юридично стабілізовано становище цих фондів через пряму законодавчу заборону надання якихось гарантій власникам приватизаційних паперів щодо прибутковості їхніх вкладень в інвестиційні сертифікати фонду. Отже, до браку жорстких зобов'язань закритого інвестиційного фонду щодо ліквідності емітованих ним цінних паперів було додано ще брак зобов'язань щодо їхньої прибутковості. Закриті інвестиційні (взаємні) фонди займають значне місце саме на цьому сегменті фінансового ринку як потенційні покупці акцій приватизованих підприємств. На них припадає найбільша частка акумульованих фінансовими інститутами приватизаційних паперів (близько 60 %) і понад 50 % всіх вкладень приватизаційних коштів. Статистика інвестиційних (взаємних) фондів на початок 1997 р. в Україні виглядала так: • відкритих інвестиційних фондів — 4; • відкритих взаємних фондів інвестиційних компаній — 17; • закритих інвестиційних фондів — 215; • закритих інвестиційних компаній — 263. Отже, основними надбаннями спільного інвестування є: а) сприяння створенню й нагромадженню капіталу; б) підвищення ефективності приватизації; в) перетворення інвестиційних рішень у простіші для дрібних інвесторів; г) зниження ризику за рахунок диверсифікації; д) здійснення переливання капіталу між галузями народного господарства; е) стимулювання діяльності підприємств і сприяння підприємству в малому і середньому бізнесі; є) сприяння залученню іноземного капіталу. Тому не випадково понад 25 % громадян України реалізували своє право власності шляхом спільного інвестування. Надалі постає завдання скоригувати чинні правові форми інвестиційних фондів і компаній, а також нормативи здійснення інвестицій і формування портфеля цінних паперів відповідно до економічної сутності діяльності інвестиційних фондів. Передбачається інвестиційні фонди перетворити на відкриті акціонерні товариства, тобто на фонди корпоративного типу зі спрощеною схемою

голосування. Взаємні фонди інвестиційних компаній необхідно остаточно перетворити на пайові інвестиційні фонди контрактного типу у вигляді “окремих рахунків спільного інвестування” з окремим балансом, неконсолідованим із балансом інвестиційного управляючого. Ці перетворення зумовлено тим, що в Україні структура інвестиційних (взаємних) фондів поки що відповідає стану низьколіквідного ринку. У розвинутих країнах — навпаки. Наприклад, у США до 95 % загальної кількості фондів становлять відкриті фонди. Необхідно усунути подвійне оподаткування доходів, що їх отримують інвестори від операцій спільного інвестування, через встановлення податкової “прозорості” інвестиційних фондів. На наш погляд, слід відмінити податки на прибуток інвестиційних (взаємних) фондів і обкласти податком лише кінцеві прибутки вкладників. Інвестиційний управляючий має усвідомлювати свою відповідальність щодо управління активами інвестиційного фонду і виконувати свої обов’язки лише в інтересах засновників і учасників інвестиційних і взаємних фондів.

3.2 Фондова біржа Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” визначає фондову біржу як організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами. Відповідно до Закону фондова біржа є акціонерним товариством, що в ньому зосереджується попит і пропонування цінних паперів, яке забезпечує формування їхнього біржового курсу та здійснює свою діяльність відповідно до цього Закону, інших актів законодавства України, власного статуту і правил. Фондову біржу можуть створити не менше ніж 20 засновників — торговців цінними паперами, які мають дозвіл на здійснення комерційної і комісійної діяльності з цінних паперів, за умови внесення ними до статутного фонду 10000 і більше неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. Фондова біржа набуває прав юридичної особи з дня її реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Фондова біржа — організація, яка створюється не для отримання прибутку, а тільки для організації укладання угод з купівлі-продажу цінних паперів та їх похідних. Вона не може здійснювати операції з цінними паперами від власного імені та з доручення клієнтів, а також виконувати функції депозитарію (ст. 33 згаданого Закону, доповнена частиною 4 згідно із Законом № 523/97-ВР від 10.09.97 р.). Статут та правила фондової біржі затверджуються її вищим органом (ст. 34). У статуті фондової біржі визначаються: а) її найменування і місцезнаходження; б) найменування і місцезнаходження її засновників; в) розмір статутного фонду; г) умови і порядок прийняття в члени і виключення з членів фондової біржі; д) права і обов’язки членів; е) організаційна структура; є) компетенція і порядок створення керівних органів; ж) порядок і умови відвідування фондової біржі; з) порядок і умови застосування санкцій, установлених фондовою біржею; и) порядок припинення діяльності фондової біржі. Статутом можуть бути передбачені також інші положення, що стосуються створення і діяльності фондової біржі. Правила фондової біржі регламентують: а) види угод, що укладаються; б) порядок торгівлі; в) умови допуску цінних паперів; г) умови і порядок передплати на цінні папери, що котируються на фондовій біржі; д) порядок формування цін, біржового курсу та їх публікації; е) перелік цінних паперів, що котируються на фондовій біржі; є) обов’язки членів фондової біржі щодо ведення обліку та інформації, внутрішній розпорядок роботи комісії фондової біржі, порядок їхньої діяльності; ж) систему інформаційного забезпечення; з) види послуг, що надаються фондовою біржею, і розмір плати

за них; и) правила ведення розрахунків; і) інші положення, що стосуються діяльності фондової біржі. Згідно зі ст. 35, користуватися найменуванням “фондова біржа”, позначенням “фондова біржа” або будь-яким іншим, що в ньому міститься вислів “фондова біржа”, може тільки організація, створена в порядку, визначеному у ст. 34 цього Закону. Діяльність фондової біржі припиняється у тому разі, коли кількість її членів стала менше 10 (ст. 36). Якщо у фондовій біржі залишилося 10 членів, її діяльність припиняється у разі неприйняття нових членів протягом шести місяців. Діяльність фондової біржі може також бути припиненою відповідно до законодавства України про акціонерні товариства та інші види господарських товариств. Роль держави у формуванні статутного фонду фондової біржі є різною. Наприклад, у кількох країнах Європи (Франція, Італія, Швейцарія) всі фондові біржі є державними установами. У Німеччині фондові біржі також перебувають під постійним контролем з боку держави. Юридичний статус такого роду бірж можна назвати публічно-правовим: держава не тільки бере участь в опрацюванні правил біржової торгівлі, а й призначає маклерів, забезпечує порядок торгів, стежить за законністю фондових операцій. Інший режим фондової торгівлі цінними паперами існує в США та Англії, де фондові біржі діють самостійно — як звичайні приватні компанії (акціонерні товариства). За такого режиму держава не бере на себе гарантій ні щодо стабільності біржової торгівлі, ні щодо зменшення ризику фондових операцій. В Україні відбувається тільки становлення біржової торгівлі, визначення найефективніших форм діяльності фондової установи. У майбутньому провідну роль у біржовій системі України відіграватиме Національна біржа зі значною часткою державної власності, тобто існуватиме моноцентрична біржова система. Державні органи візьмуть на себе обов’язок призначення керівних посадових осіб, а також контроль за дотриманням ними належних правил і нормативів. Проте нині роль держави в діяльності бірж є досить незначною, а учасники біржових операцій працюють здебільшого на власний страх і ризик. Членами фондової біржі можуть бути тільки ліцензовані торговці цінними паперами, котрі відповідають вимогам фондової біржі, дотримуються її статутних правил. Статус фондових бірж характеризується передовсім різними обмеженнями. Наприклад, у Росії фондовою біржею визнається тільки такий організатор торгівлі цінними паперами, котрий не поєднує цю роботу з іншими видами діяльності, за винятком депозитарної функції або визначення взаємних зобов’язань. Крім того, фондова біржа організує безпосередню торгівлю тільки між членами біржі. Інші учасники ринку цінних паперів можуть здійснювати на біржі операції лише через брокерів і дилерів. Щодо службовців фондової біржі, то вони взагалі не мають права бути її засновниками або учасниками біржових торгів. Ці та інші обмеження мають на меті посилити основні функції фондової біржі. У будь-якої біржі є дві основні функції у вигляді двох взаємозв’язаних і збалансованих сторін її діяльності. По-перше, фондова біржа мобілізує й концентрує вільні кошти через продаж цінних паперів (точніше, організовує їхній продаж), а по-друге, здійснює кредитування держави й різних організацій через купівлю цінних паперів. Зрозуміло, що такою самою є роль будь-якого посередника фондового ринку, у тім числі в його позабіржовому секторі, але тільки фондова біржа спроможна забезпечити високий рівень ліквідності вкладень в цінні папери і задовільну їхню надійність. Відповідальна роль фондової біржі породжує й

великі до неї вимоги. Згідно з чинним законодавством України юридичні особи, створені як організаційно оформлені централізовані ринки з фіксованим торговельним майданчиком і електронною торговельно-інформаційною мережею, на яких постійно відбувається торгівля цінними паперами, мають право іменуватися фондовою біржею тільки за виконання ними цілої низки вимог. Передовсім біржові угоди (операції) укладаються лише між засновниками і членами біржі, а послуги клієнтам надаються через посередництво членів біржі. Угоди мають централізовано реєструватися на підставі офіційного біржового курсу. Біржа зобов'язана забезпечити ефективне функціонування системи інформації про цінні папери та умови їх обігу на терені України. Має існувати система нагляду за діяльністю членів біржі та осіб, уповноважених здійснювати торговельні операції, за дотриманням професіональної етики, статуту і правил фондової біржі. Однією з найвідповідальніших біржових процедур є лістинг (дослівно “включення до списку”), тобто процедура одбору клієнтів і цінних паперів для наступного допуску до біржових торгів. Ця процедура є досить трудомісткою, забирає багато часу, а тому фондові біржі в деяких країнах обходяться без неї. Така “демократизація” біржової діяльності є дуже зручною для емітентів, але надто небезпечною для інвесторів, котрі змушені купувати кота в мішку. Отже, найпростіше — це не завжди найліпше, і переважна більшість фондових бірж вибирає лістинг. Для того щоб лістинг справді був ефективним, опрацьовуються жорсткі (не посоромимося сказати, бюрократичні) правила внесення компаній до біржового списку. До відділу лістингу біржі необхідно подати значну кількість документів, що підтверджують легітимність і фінансовий стан компанії. Наскільки жорсткі вимоги лістингу, можна судити з процедури, яку прийнято на Нью-Йоркській фондовій біржі. Фірма, що проходить цю процедуру, має документально підтвердити: а) що розмір її активів не менший за встановлений мінімум; б) прибуток за останній балансовий рік також не нижчий за визначений розмір, а кожний з трьох останніх років був для компанії прибутковим; в) кількість випущених в обіг акцій (в штуках) не менша за визначену кількість; г) кількість акціонерів, які володіють не менше ніж 100 акціями, теж відповідає встановленим нормативам; д) компанії справді належить помітне місце у своїй галузі (підгалузі); е) компанія є достатньо відомою в масштабі країни, у неї добра репутація, авторитет на ринку і т.д. У Німеччині підприємство-емітент лише через три роки матиме право клопотатися про допущення своїх цінних паперів до офіційного котирування на фондовій біржі. (Цікаво, що емітенту достатньо пройти процедуру лістингу хоча б в одній фондовій біржі і його акції стануть котируватися на інших німецьких біржах.) Лістинг зв'язаний не тільки з додатковими витратами, а ще й з малоприємним контролем за діяльністю компанії-емітента. Зате він підвищує престиж емітента, полегшує випуск ліквідних облігацій та оцінку акцій у процесі оподаткування. Лістинг забезпечує так звану мартабельність, тобто високу ліквідність цінних паперів, їх придатність для швидкої реалізації та відносну стабільність цін. Фондова біржа відповідає лише за операції з такими цінними паперами, що пройшли лістинг. Підприємцеві-початківцю (і не тільки початківцю) слід пам'ятати, що банки і брокери дуже неохоче погоджуються проводити передплату на нові випуски акцій та облігацій тих підприємств, які відмовилися від проходження процедури лістингу хоча б на одній із зареєстрованих фондових бірж. Натомість компанії, які пройшли цю процедуру, стають

відомими, їм довіряють банки, вони займають на ринку стійкіші позиції. Фондова біржа також виграє від лістингу. Вона здобуває репутацію організації, котра працює лише зі “справжніми” цінними паперами, за які відповідає разом з емітентом. Довіра до фондової біржі зростає, якщо її наділено правом призупиняти котирування цінних паперів тієї чи іншої компанії і взагалі виключати її з біржового списку у разі фінансової неспроможності компанії або її ухиляння від лістингу (несвоечасного подання щорічного звіту про свою фінансову діяльність). Нині у світі налічується близько 200 фондових бірж: у Великобританії — 22, США — 13, Японії — 9, Франції і Німеччині — по 8, Канаді — 5. Найбільш відомі Нью-Йоркська фондова біржа, Токійська, Лондонська, Паризька, Франкфуртська, Копенгагенська, Амстердамська, Міланська, Торонтська, Австралійська, Цюрихська, Сеульська, Манільська (на Філіппінах), Бангкокська (в Таїланді), Сингапурська та ін. Як правило, в економічно розвинутій країні налічується кілька фондових бірж, котрі створюють певну біржову систему. Розрізняють моносистему, в якій головну роль відіграє одна з бірж (наприклад Лондонська біржа у Великобританії) і полісистему, котрій властива наявність кількох великих бірж (Німеччина, Канада). Є й проміжні форми, наприклад біржова система США, де поряд із пануванням Нью-Йоркської фондової біржі досить упевнено почувають себе регіональні фондові біржі. В Україні першою виникла Українська фондова біржа (УФБ), яка за період 1992—1995 рр. обслужила понад 21 млн торгових операцій за середнього річного приросту 200—300%. Конкурентами стали (з 1995 р.): Київська міжнародна фондова біржа (КМФБ), Українська міжбанківська валютна біржа (УМВБ), Донецька фондова біржа (ДФБ) і Позабіржова фондова торгова система (ПФТС). Конкурентність відносин між ними підтверджується такими прикладами. 1996 року на УФБ було укладено 40% від загальної кількості угод на біржовому ринку, а на УМВБ — 59%. Однак за обсягом продажу першість іще залишалася за УФБ (70%). Різка зміна структури біржової торгівлі відбулась у 1997 р., коли обсяг торгів за рік на УМВБ зріс у 29 разів, а на ПФТС — у 112 разів. Але навіть і без ПФТС ситуація змінилася: за показником обсягу торгів УФБ прогнала своїй основній суперниці — УМВБ: частка УФБ за обсягом торгів за рік скоротилася з 70% до 6%, а частка УМВБ зросла з 29% до 93%. ПФТС почала тіснити біржі 1997 року: за темпами зростання ця позабіржова система вийшла на перше місце, хоча за кількістю угод і поступилася ДФБ. Обсяг торгів на організаційно оформлених ринках торгівлі (структура і зростання) подано в табл. 11.

Назва організаційно оформленого ринку	Обсяг торгів, млн грн 1996 р.	1997 р.	1998 р.
ПФТС	3,12	350,54	338,54
УМВБ	13,19	381,44	76,81
УФБ	31,61	23,11	50,14
КМФБ	0,09	4,71	27,78
ДФБ	0,17	2,15	22,78
УЦСА	—	—	6,87
Усього	48,18	761,95	522,92

Велика різниця у грошовому обсязі торгів пояснюється значними коливаннями вартості однієї угоди (у середньому) на різних біржах. Так, вартість однієї угоди (у середньому) на УМВБ у 43 рази більша за вартість однієї угоди на ДФБ. Протягом 1998 р. кількість організаторів торгівлі цінними паперами збільшилась: ліцензію фондової біржі було надано Придніпровській фондовій біржі (ПФБ), а статус торговельно-інформаційних систем отримав Український центр сертифікатних аукціонів (УЦСА). Термін “котирування” в основному застосовується на позначення дії або механізму встановлення ціни (ринкової вартості, біржового курсу) цінних паперів, валюти або товару (далі

йтиметься про котирування тільки цінних паперів). Крім того, цим терміном позначають можливість обігу цінних паперів (коли цінні папери обертаються на біржі, то кажуть, що вони “котируються”), а також офіційну публікацію про біржові курси в спеціальних бюлетенях. Термін “котирування” французького походження — “coter”. Англійська мова користується словом “quotation”, що має таке саме значення. Котирування здійснюється на фондовій біржі, але біржовим курсом (як орієнтиром) користуються і на позабіржовому ринку цінних паперів. Котирування цінних паперів відбувається: а) методом реєстрації; б) методом встановлення єдиного курсу. Метод реєстрації передбачає аналіз даних про фактичні угоди, що зареєстровані на фондовій біржі. У результаті аналізу виявляються найбільш характерні (типові) рівні цін, котрі складаються на біржі і є показовими для ринкової кон’юнктури. Предметом реєстрації є граничні ціни — за верхнім і нижнім рівнем щоденного біржового курсу цінних паперів. При цьому показується біржова ціна, що визначається найвищим курсом покупця цінних паперів даного виду і найнижчим курсом продавця. Фіксується також ціна в перші хвилини біржового дня і ціна, що складається в кінці дня. У світі накопичено вже величезний досвід публікацій біржових курсів облігацій у котирувальних бюлетенях, де вказуються не тільки максимальні й мінімальні рівні цін, а й середній рівень ціни на даний день. Котирувальний аналіз реєстраційним методом дуже швидко виконується з використанням сучасних біржових автоматизованих систем. Такі самі системи застосовуються і за здійснення іншого методу котирування — встановлення єдиного курсу, про який варто розповісти докладніше. Єдиний (типовий) курс цінних паперів того чи іншого виду встановлюється на підставі відомостей про кількість паперів, котрі бажає продати продавець, і про кількість паперів, які бажає купити покупець. Але ще важливішими є відомості про ціни, що їх просить продавець і котрі пропонує покупець. На підставі порівнювання цих відомостей складається певний баланс, який розглянемо на прикладі. Але спочатку візьмімо до уваги, що зміна ринкової ціни на цінні папери зумовлює міру заінтересованості продавця й покупця у здійсненні купівлі-продажу. За зростання ціни заінтересованість продавця збільшується, а покупця — навпаки. Існують рівні ціни, коли заінтересованість і продавця і покупця дорівнює нулю: це — межа ціни, пропонованої продавцем (П), і межа ціни, що її просить покупець (І). Звідси визначається прийнятний рівень ціни (Ц). Продавець готовий продати цінні папери тільки за $C \geq P$, а покупець — купити їх тільки за $C \leq I$. Операція відбувається в діапазоні $P \leq C \leq I$. З цієї аксіоми випливають два біржові правила котирування цінних паперів. а) заявки, у котрих є максимальні рівні цін на купівлю й мінімальні — на продаж, мають виконуватися повністю (якщо немає впливу зовнішніх факторів); б) заявки, у котрих зазначаються ціни, що наближаються до максимальних на купівлю і мінімальних на продаж, можуть виконуватися частково. Припустімо, що з кількості всіх заявок (наказів) на продаж цінних паперів певного виду є група заявок на продаж 50 цінних паперів “за будь-якою ціною”, тобто за ціною, що може скластися на фондовому ринку певного дня (зрозуміло, за найліпшим курсом). Припустімо також, що друга група заявок містить наказ продати 40 цінних паперів за ціною не нижче 550 грн. за кожний папір (вище можна, оскільки йдеться тільки про граничну ціну). Постає питання, скільки цінних паперів може бути продано за ціною 550 грн.? Відповідь очевидна: $50 + 40 = 90$ цінних паперів, тому що продавці, котрі були

згодні продати свої 50 цінних паперів за будь-якою ціною, тим більше погодяться продати їх за 550 грн. Якщо третя група заявок міститиме наказ продати, наприклад, 60 цінних паперів за ціною 551 грн., то за цією ж ціною із задоволенням продадуть свої папери і продавці перших двох груп. Отже, всього цінних паперів, що можуть бути продані за ціною 551 грн., буде вже $90 + 60 = 150$. Четверта група заявок містить наказ продати 55 цінних паперів за ціною 552 грн. Тоді всього паперів, що можуть бути продані за цією ціною, буде $150 + 55 = 205$. І так далі, поки ціна не підніметься, наприклад, до рівня 556 грн. Вище продавці в нашому прикладі ціну не підніматимуть, розуміючи нереальність такого продажу. Як бачимо, загальна кількість цінних паперів, котрі можуть бути продані за певною ціною, визначається з нарощуванням підсумку (табл. 12, рис. 22).

Таблиця 12 СТРУКТУРА МАСИВУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У ЗАЯВКАХ НА ПРОДАЖ № груп заявок Пропоновані граничні ціни, грн. Кількість цінних паперів за кожною групою з нарощуванням підсумку

8	556	20	325	+	20	=	345
7	555	30	295	+	30	=	325
6	554	40	255	+	40	=	295
5	553	50	205	+	50	=	255
4	552	55	155	+	55	=	210
3	551	60	90	+	60	=	150
2	550	40	50	+	40	=	90
1							

продати за будь-якою ціною 50 50 Примітка: додавання кількості проданих цінних паперів у таблиці здійснюється знизу вгору. Оскільки інтереси продавця й покупця щодо ціни протилежні (продавця цікавить вища ціна, а покупця — нижча), то підсумовування кількості куплених цінних паперів відбуватиметься у зворотному порядку — від найбільшої ціни до найменшої (табл. 13, рис. 23). Продовжуючи думку (але вже з позиції покупця), зазначимо, що серед заявок на купівлю цінних паперів є група заявок на купівлю 70 цінних паперів “за будь-якою ціною” (за найліпшим курсом, який просять), що може скластися на даній біржі в даний день. Припустімо також, що друга група заявок покупців містить наказ на купівлю 60 цінних паперів за ціною не вище 556 грн. за кожний цінний папір (нижче, зрозуміло, можна). Отже, за ціною 556 грн. можна купити $70 + 60 = 130$ цінних паперів, оскільки покупці першої групи з радістю приєднаються до покупців другої групи (так само, як це раніше зробили продавці). Кількість цінних паперів 345 325 295 255 210 150 90 50 Ц556 Ціна Рис. 23. Структура масиву цінних паперів у заявках на купівлю Дані табл. 12 і 13 уможливають порівняння структури масивів цінних паперів на продаж і на купівлю, що необхідно для виявлення шуканої ціни, тобто єдиної ціни, за якою слід продавати цінні папери даного виду в даний біржовий день. Таблиця 14 ПОРІВНЯННЯ СТРУКТУР МАСИВІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ НА ПРОДАЖ І КУПІВЛЮ ДЛЯ ВИЯВЛЕННЯ ШУКАНОЇ ЦІНИ Ціни за групами заявок Кількість цінних паперів (з нарощуванням підсумку) Можливий оборот, тобто кількість цінних паперів, що можуть бути предметом купівлі-продажу (проставляється найменше число з двох граф: з графи 2 або 3) на продаж на купівлю

556	345	130	130	555	325	185
185	554	295	225	225	553	255
265	255	552	210	300	210	551
150	330	150	550	90	350	90

Як бачимо з табл. 14, за ціною 556 грн. виставлено на продаж 345 цінних паперів, однак бажаючих їх купити мало: можна реалізувати тільки 130 цінних паперів. Це означає, що решту (215) не буде продано. Тепер підійдемо до знаходження шуканої ціни в інший спосіб: визначаємо, що за ціною 550 грн. попит покупців становить 350 цінних паперів, а пропозиція продавців — усього 90. У цьому разі незадоволеними залишатимуться не продавці, а покупці: предметом купівлі-продажу стануть тільки 90 цінних паперів, а решта 290 залишаться нереалізованими. Проаналізувавши решту рядків табл. 14 і в її

четвертій графі проставивши найменші числа з двох попередніх граф (другої і третьої), можна побачити, що найбільшу кількість цінних паперів можна буде реалізувати, коли ціна на них становитиме 553 грн. (буде реалізовано 255 цінних паперів). Ця ціна і буде шуканою. Такий спосіб знаходження єдиної ціни відповідає важливій вимозі (правилу) біржової торгівлі, а саме: шуканий курс має бути таким, з допомогою якого можна здійснити найбільшу кількість операцій. Інакше кажучи, шукана ціна (пропонований клієнтам біржовий курс) якнайліпше забезпечує баланс між заявками на продаж цінних паперів і заявками на їхню купівлю. Щоправда, у наведеному вище прикладі (що часто трапляється й на практиці) є невеличкий огріх: за ціною 553 грн. хоч і досягається найбільший обсяг операцій, усе-таки певна частина цінних паперів залишається “за балансом” ($265 - 255 = 10$). Цей залишок утворився в результаті того, що кількість цінних паперів, котрі могли б купити покупці, є трохи більшою (на 10) за ту, яку збираються продати продавці. Але це втрата незначна і цілком допустима заради того, щоб виконати головну вимогу біржової торгівлі — забезпечити максимально можливий оборот цінних паперів. Такі втрати звичайно компенсують, встановивши черговість покупців. Першочерговими (“пільговиками”) оголошуються ті, котрі були згодні “купити за будь-якою ціною”, а за ними ті, які готові заплатити ціну, вищу за шукану (в нашому прикладі це 554, 555 і 556 грн.). Може трапитися так, що найбільша кількість операцій (у нашому прикладі 255) буде виконуватися за курсом як 553 грн., так і 552 грн. Який же курс уважати шуканою ціною? У цьому разі варто стимулювати збільшення заявок там, де їх менше (табл. 15). Таблиця 15

ВАРІАНТИ ВИБОРУ ШУКАНОЇ БІРЖОВОЇ ЦІНИ	Ціна, грн.	Кількість цінних паперів на продаж	на купівлю	можливий оборот
Перший варіант	553	255	265	255
Другий варіант	552	265	255	255

Хоч можливий оборот (255 цінних паперів) в обох випадках є однаковим, обидва варіанти не цілком ідентичні. У першому менше заявок на купівлю, а в другому — на продаж. Отже, для того, щоб підтримати найбільш ліквідний ринок і тим самим стимулювати збільшення заявок там, де їх виявилось менше, потрібно в першому варіанті за шукану ціну взяти 552 грн. як нижчу і заохочувальну для покупців, а в другому — 553 грн. як вищу і заохочувальну для продавців. Механізм визначення ціни, однак, не може бути абсолютно формальним. Цілком доречні коригування, якщо вони, звичайно, спрямовані на виконання основної вимоги біржового ринку — збільшення кількості фондових операцій. Зокрема, допустимі коригування за можливих змін замовленої ціни в заявках (така можливість перетворюється на реальність, коли продавці й покупці одержують інформацію про структуру заявок у цілому). Розрахунки шуканої ціни ускладнюються, коли масиви цінних паперів у заявках на продаж і купівлю дуже різняться за кількістю паперів і величиною заявлених цін. Але ускладнення завдання ще не робить його нерозв'язуваним. Із сказаного можна зробити висновок, що знаходження шуканої ціни (біржового курсу) цінних паперів добре формалізується у вигляді досить чіткого алгоритму. Коригування цілком можливі й часом необхідні. Причин для цього дві: по-перше, біржовий курс є величиною динамічною, такою, що швидко змінюється; по-друге, рішення про продаж і купівлю цінних паперів ґрунтується не тільки на біржових (ринкових) цінах, а й на фактичній ефективності цінних паперів. Тому не випадково деякі дослідники цієї проблеми до механізму котирування цінних паперів відносять також аналіз

та оцінювання загального фінансового стану емітента, ліквідності цінного паперу, економічної кон'юнктури тощо. Розгляд процесу виконання фондової операції (угоди, укладання договору) доцільно почати з характеристики біржових посередників, передовсім — з брокерів і дилерів. Хоч ми вже неодноразово говорили про них, варто ще раз нагадати основні характеристики цих найважливіших для інвестора членів фондової біржі. 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 цінних 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 відмінюється. 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 відмінює 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 тому, 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 винагорода (премію). Узавши 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. Припустимо, 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 кредиторіві. 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 кредиторіві, 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.

16 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. Таблиця 16 ОПЕРАЦІЇ З ПРОДАЖУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ, УЗЯТИХ У БОРГ Момент часу 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. 17). 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 кредиторам не більша, ніж дохід “бика”. Таблиця 17 ОПЕРАЦІЯ З КУПІВЛІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ІЗ ЧАСТКОВОЮ ОПЛАТОЮ ПОЗИЧЕНИМИ КОШТАМИ Моменти часу Ціна акцій, грн. Дії кредитора “бика” третьої особи відносно “бика” відносно кредитора відносно третьої особи Відносно “бика” 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. Особливо яскраву картину багатолікового середовища фондової біржі змальовано О. В. Семенковою: “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 тому, 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 виконав 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 виконуваний 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 практика передбачає, 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 переважне 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 тому, 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" (цит. за: [5]). З усього сказаного випливають 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”.

3.3 Позабіржовий ринок Торгівля цінними паперами на фондових біржах є досить ефективною, що зумовлюється підвищеною надійністю вкладення капіталу завдяки жорсткому контролю за угодами і глибокою перевіркою фінансового стану емітента. Поряд із біржовим ринком існує позабіржовий. Суть позабіржового фондового ринку виражено його назвою — це та частина фондового ринку, що перебуває поза сферою діяльності фондових бірж. Існування двох відокремлених частин фондового ринку пояснюється тим, що кожна з них пристосовується до тих чи інших умов економіки конкретних країн та етапів розвитку ринку. Незважаючи на те, що біржовий і позабіржовий ринки конкурують між собою, їх слід розглядати не як такі, що взаємовиключають, а як такі, що взаємодоповнюють один одного. Це твердження є особливо справедливим для країн у перехідному періоді. Питома вага позабіржового фондового ринку різна в різних країнах: в Японії вона становить лише 1%, у США — 25, Чехії — 60, Словачії — 80, Росії — 90, в Україні — 98%. Безперечно, існують об’єктивні фактори, які сприяють переважному розвитку в Україні саме позабіржового, а не біржового ринку. Роль позабіржового ринку полягає в тім, що він: — збільшує обсяг інвестицій, оскільки завдяки своїй розгалуженості, масовості та оперативності наближає фондовий ринок до дрібного інвестора; — оперативно знаходить для інвесторів найвигідніші об’єкти вкладення капіталу, а для реципієнтів — найприйнятніші джерела фінансування; — сприяє розвитку фондового ринку на рівні регіонів (областей, районів, міст), виявляючись корисним економічним інструментом для місцевих органів влади; — створює передумови для прискореного розвитку інфраструктури фондового ринку в країні, зокрема для створення електронних інформаційних каналів і мереж, що забезпечують відкритість процесу випуску й обігу цінних паперів та обґрунтованість рішень, що приймаються, щодо їх продажу й купівлі; — є сприятливим середовищем розвитку послуг для учасників фондового ринку: інвестиційного консультування, управління портфелями цінних паперів, інших видів діяльності фондових посередників; — сприяє зростанню професіоналізму учасників фондового ринку, є резервом кадрів для створюваних фондових бірж. Крім того, позабіржова торгівля цінними паперами змушує фондові біржі безперервно поліпшувати якість своєї роботи, забезпечуючи високий рівень надійності фондових угод, гарантії для інвесторів, виконання клірингових операцій, тобто постійно вдосконалюватися для того, щоб встояти в конкурентній боротьбі з позабіржовим ринком. Найбільшу “загрозу” для фондових бірж становить запровадження в діяльність позабіржового ринку електронних систем передачі й обробки інформації, а також наполеглива робота “позабіржовиків” щодо підвищення рівня організації торгівлі за межами фондових бірж. У зв’язку з намаганням зробити позабіржовий ринок організованішим слід сказати, що позабіржовий ринок є неоднорідним саме через різний ступінь його організованості, хоч це поняття є надто умовним.

Якщо, наприклад, до організованих учасників позабіржових угод віднести тих, хто є членом тієї чи іншої саморегулювальної організації, тоді в США, наприклад, весь позабіржовий ринок слід визнати організованим. У межах неорганізованого позабіржового ринку звичайно виокремлюють так званий "телефонний" ринок, що базується на взаємній довірі і тривалих зв'язках контрагентів, та "вуличний" ринок, де переважають випадкові операції з купівлі-продажу цінних паперів, в основному акцій приватизованих підприємств. Досвід розвинутих країн (особливо США) свідчить, що позабіржовий ринок цілком піддається організації і здатний набути всіх ознак цивілізованої торгівлі. Так, одним із заходів для виходу з економічної кризи у США було створення (1934) Комісії з цінних паперів і бірж (КЦПБ) з функціями нагляду за виконанням федеральних законів про цінні папери. Значну частину своїх повноважень ця комісія незабаром передала кільком неурядовим структурам, відомим як "саморегулювальні організації" (СРО). З них найбільшою і тепер є Національна асоціація дилерів цінних паперів (НАСД). Кожний дилер і брокер має не лише зареєструватися в КЦПБ, а й стати членом НАСД. НАСД виконує багато функцій, а саме: регулювання діяльності своїх членів у питаннях емісії облігацій, у тім числі муніципальних; створення взаємних фондів і товариств з обмеженою відповідальністю, а також контроль за їхньою діяльністю; визначення розміру плаваючої ренти; проведення іспитів на право займатися професійною діяльністю та реєстрація професіоналів; інспектування фірм, що спеціалізуються на торгівлі цінними паперами; розслідування випадків порушення законів і здійснення арбітражу; регулювання рекламної та видавничої діяльності. Кожна з цих основних функцій НАСД складається із досить значної кількості складових. Наприклад, контроль реєстраційних заяв має на меті упевнитися в тім, що емітенти отримують справедливу частку доходів від розміщення нового або чергового випуску цінних паперів і що ціна цих паперів встановлюється ринковим способом. Крім НАСД, в США є ще кілька великих СРО, зокрема "Амекс". Для допомоги СРО в обміні інформацією створюються спеціалізовані служби, які зобов'язані, наприклад, запобігати злочинним маніпуляціям з цінними паперами. Для виконання цих і багатьох інших завдань НАСД створює свою програму і плани роботи. Під час планових перевірок аналізується стан бухгалтерських записів і звітності. Вибірково перевіряються окремі договори на купівлю-продаж цінних паперів, ціни і збори за послуги. Перевірці підлягають як відкриті рахунки індивідуальних інвесторів, так і власні, конфіденційні рахунки фірм. Вивчаються первісні і зведені документи, щоб визначити, чи справді добре виконуються замовлення клієнтів, чи справедливі надбавки і знижки до ціни, чи справді вірогідною є надана інформація. До планової перевірки включено також фінансову та операційну перевірку, яка має показати, чи достатньо стійкий фінансовий стан члена НАСД для дальшої роботи клієнтів із ним. У зв'язку з цим перевіряються фінансові звіти брокерів-дилерів для того, щоб упевнитися в наявності достатньої кількості ліквідних активів. Так само уважно з'ясовується наявність гарантій щодо неможливості неправомірного використання брокерами й дилерами власності клієнта. Для цього перевіряються фактична наявність і стан обліку цінних паперів клієнта, а також облік грошових коштів самого брокера або дилера. Тоді як НАСД контролює позабіржовий ринок, держава контролює саму асоціацію. Усі зміни у внутрішньому розпорядку та інструкціях НАСД підлягають

обов'язковому затвердженню в державному органі — КЦПБ. За винятком незначних змін, що стосуються членських внесків, адміністративних питань і трактування правил, усі інші пропозиції НАСД набирають чинності тільки після розгляду і схвалення керівництвом КЦПБ, яке перевіряє, чи не суперечать пропозиції чинному законодавству. Це стосується не тільки НАСД, а й усіх інших СРО. КЦПБ може (після відповідного повідомлення і обговорення) змінити правила будь-якої СРО навіть без її згоди. Більше того, КЦПБ як державний орган має право зупинити або відкликати реєстрацію СРО, накласти обмеження на її діяльність, зняти з посади керівника і будь-якого працівника СРО, якщо той навмисне порушив Закон про біржі або зловживав службовим становищем. У Росії американська НАСД стала зразком для створення позабіржових неурядових інститутів. Ідеться передовсім про Російську торговельну систему (РТС). Підвищення рівня організованості й ліквідності на російському позабіржовому ринку пояснюється запровадженням деяких обов'язкових заходів, зокрема стандартних умов договорів, уведення твердих котирувань акцій і меж коливання цін продавця і покупця в розмірі 10% від ліпшої пропозиції в торговельній системі. Досить корисним виявилось створення інституту маркет-мейкерів, які зобов'язані підтримувати тверді двосторонні котирування як мінімум для акцій трьох емітентів і тверде одностороннє котирування для акцій двох емітентів. Учасники РТС регулярно подають звіти про результати своєї роботи на фондовому ринку. Україна також користується досвідом зарубіжних країн, ураховуючи місцеві умови й можливості. Донедавна позабіржовий ринок України саморегулювався через три асоціативні громадські об'єднання: Українську асоціацію торговців цінними паперами, Українську асоціацію інвестиційного бізнесу та Українську асоціацію довірчих товариств. У діяльності торговців цінними паперами на позабіржовому ринку брали участь інвестиційні фонди та інвестиційні компанії. На початку 1996 р. було створено нову організацію "Позабіржова фондова торговельна система" (ПФТС). Її основною метою стало сприяння розвитку відкритого позабіржового ринку цінних паперів в Україні. Для цього розроблено правила, стандарти й вимоги, обов'язкові для всіх професіональних учасників обігу цінних паперів у країні. Зрозуміло, що йдеться не про розподіл фондового ринку на сфери впливу, а тим більше не про втручання в господарську діяльність членів ПФТС. Хоч функції та повноваження цієї асоціації досить широкі. Вони, зокрема, передбачають: — участь у підготовці законопроектів і підзаконних актів, що стосуються обігу цінних паперів, у тім числі випущених місцевими органами влади; — опрацювання єдиних норм, стандартів і правил діяльності на позабіржовому фондовому ринку, у тім числі норм професіональної й етичної поведінки членів ПФТС; — методичну, інформаційну, юридичну й технічну допомогу членам ПФТС через консультації, експертизи, дослідження кон'юнктури фондового ринку України та інших країн; — організацію роботи з підвищення професійного рівня спеціалістів фондового ринку; — розроблення системи інформаційного обміну між учасниками ринку цінних паперів; — вирішення суперечок між членами ПФТС. ПФТС підтримує розвиток клірингової, розрахунково-депозитарної, реєстраційної та інших систем інфраструктури фондового ринку. У розроблених ПФТС "Торговельних правилах" подано терміни фондового ринку, визначено порядок доступу в ПФТС, вимоги до зареєстрованого торговця цінними паперами, процедуру котирування,

зобов'язання сторін фондових операцій, систему звітності і т.п. Таким чином, значне вдосконалення організаційних форм позабіржового ринку можна розглядати як крок на шляху поступового зближення з фондовим ринком і створення єдиної системи фондового ринку. Якого б великого значення не мало методичне, юридичне та організаційне забезпечення нормального функціонування фондового ринку, як би воно не вдосконалювалося й не розвивалося, але принципової новизни в цьому немає. Цілком новим способом регулювання фондового ринку є його інформаційно-технологічне забезпечення. Доречно згадати вислів президента НАСД Джозефа Хардмана: "Стрімка хода технічного прогресу змінила традиційні форми людської діяльності. Вплив новітніх технологій на кредитно-фінансову сферу величезний. По-перше, вони дають змогу миттєво одержувати інформацію з будь-якої точки світу. По-друге, за їх допомогою угоди з партнерами, що перебувають у віддалених районах, можна здійснювати так само легко, як із сусідами по будинку або як за передачі документів з рук у руки. По-третє, вони сприяють створенню нових, сучасніших методів, котрі ліпше відповідають інтересам інвесторів. По-четверте, під час використання низки програм зменшуються витрати на обробку даних". Нині в економіці, у тім числі й на фондовому ринку, відбувається, по суті, технічна революція, характерна своїм радикалізмом і високою ефективністю. Фондові операції тепер можна здійснювати на екрані комп'ютера, інформацію про угоди і ціни передавати не обмеженій кількості інвесторів. Ціни встановлює безліч конкуруючих дилерів, котрі передають курси купівлі й продажу по мережах зв'язку. У недалекому майбутньому всі фондові ринки (біржові й позабіржові) будуть спроможні забезпечувати інвесторам вільний вибір з величезної кількості варіантів вкладення капіталу. Світовим дилером з використання найдосконаліших технологій на фондовому ринку є американська біржа НАСДАК. Вона має найсучасніші технічні засоби виконання наказів про купівлю-продаж цінних паперів, що гарантують клієнтам найвигіднішу ціну. Інформація про котирування та угоди з цінними паперами аналізується з використанням статистичних моделей, що враховують специфіку курсу цінних паперів, показники обсягу продажу, вплив передбачуваних подій та загальні тенденції ринку. Не випадково біржу НАСДАК називають електронною фондовою біржею. Саме ця якість уможливила охоплення необмеженої кількості учасників торгів. У 1994 р. на одну акцію, що котирувалася на біржі НАСДАК, припадало 13 зареєстрованих біржових дилерів. Понад 500 фірм працюють на НАСДАК у ролі брокерів. Конкуренція між ними сприяє ефективному ціноутворенню, забезпечує високу ліквідність цінних паперів і дає змогу постійно збільшувати кількість укладених угод. Досить сказати, що 1994 р. на цій біржі було продано близько 75 млрд акцій загальною вартістю 1500 млрд дол. США. Електронними засобами збирання, обробки, аналізу й видачі інформації широко користуються не тільки для функціонування фондового ринку, а й для забезпечення контролю над ним. У США, наприклад, створено спеціальну групу нагляду за позабіржовим ринком. Вона контролює понад 25 тис. найменувань акцій, що продаються на позабіржовому ринку. Працівники цієї групи щоденно перевіряють угоди загальним обсягом у 40 млн акцій, захищаючи учасників ринку від зловживань конфіденційною інформацією та від надмірних комісійних виплат, котрі іноді намагаються стягнути з інвесторів. Саме масштабність об'єктів контролю є основною перешкодою для його здійснення, і

завдання розв'язується тільки завдяки комп'ютеризації процедури нагляду. Суть цієї процедури нескладна. У комп'ютер закладено стандартні параметри зміни цін і можливий нормальний обсяг угод щодо кожного цінного паперу. У разі істотних відхилень від цих параметрів комп'ютер інформує спеціалістів з нагляду за ринком, які на підставі одержаної інформації аналізують ситуацію і виявляють причини відхилень. Комп'ютерна технологія дає змогу простежити послідовність угод у часі, тобто своєчасно помітити укладення сумнівних угод (якщо такі є) і безпомилково визначити їх джерела. Щороку на позабіржовому ринку США виявляється та реєструється (у середньому) до 16 тис. відхилень у котируванні цінних паперів від стандартної процедури. Багато з них стають підставою для проведення спеціальних розслідувань і ревізій. Накопичувана в комп'ютерних системах інформація використовується для виявлення довгочасних тенденцій щодо порушення правил ринку, котрі неможливо помітити, аналізуючи тільки щоденні операції. Електронна фондова біржа НАСДАК, що за рівнем активності займає друге місце в світі, обслуговується компанією "НАСДАК сток маркет, інк", котра постачає цій біржі новітні технічні засоби. У свою чергу, ця компанія є дочірнім підприємством асоціації НАСД. Більше того, НАСД безпосередньо контролює діяльність НАСДАК. Близько 5400 компаній з 400 тисячами службовців, які зареєстровані в НАСДАК, перебувають під постійним наглядом з боку НАСД, цієї провідної організації позабіржового ринку. У цьому також можна побачити об'єднання біржового й позабіржового ринків на засаді впровадження електронно-інформаційних систем. Показово, що саме позабіржовий ринок проявляє найбільший інтерес до електронізації своєї діяльності. До цього його зобов'язує просторова масштабність і роз'єднаність учасників фондових угод. Створення в Україні національної електронної й телекомунікаційної системи позначилося передовсім на законодавстві, в якому дано визначення торговельно-інформаційної системи (ТІС) та електронної торговельно-інформаційної мережі (ЕТІМ). ТІС — це юридична особа, зареєстрована торговцями цінних паперів, котра володіє та управляє будь-якою системою або засобом, що сприяє торгівлі цінними паперами на позабіржовому ринку. ТІС включає ЕТІМ, котру призначено для зв'язку посередників ринку в різних місцях і яка забезпечує їх засобами обміну даних котирування цінних паперів у режимі реального часу. ТІС надає будь-якій заінтересованій особі таку інформацію: правила допущення цінних паперів до торгів, правила укладання й зв'язання угоди, порядок виконання угод, правила щодо обмеження маніпуляцій із цінами, перелік допущених до торгів цінних паперів, перелік допущених до торгів торговців цінними паперами, розклад надання послуг ТІС. На кожну угоду, укладену відповідно до встановлених ТІС правил, будь-якій особі надається така інформація: дата й час укладення угоди, найменування цінних паперів за даною угодою, їх державний реєстраційний номер, ціна одного цінного паперу, кількість цінних паперів. Торговельно-інформаційна система має зв'язки із суміжними електронними системами, зокрема, використовує потужності товарних бірж країни. В Україні заходи щодо створення ТІС і ЕТІМ бере на себе Позабіржова фондова торговельна система (ПФТС), котра вже згадувалася. За базу взято програмну систему фірми ПОРТАЛ, яка передбачає торгівлю в режимі реального часу, виведення на дисплей споживачів цінних і кількісних котирувань цінних паперів, відомостей про ціни та обсяги виконаних угод. Ця інформація призначається не тільки учасникам торгів, а й усім структурам і

службам, що обслуговують торговельні угоди, — розрахунково-кліринговим палатам, депозитаріям, реєстраторам та ін. Планами ПФТС передбачається встановлення телекомунікаційної мережі у всіх великих промислових центрах України. Уже тепер до ТІС підключено близько 50 членів ПФТС з п'яти великих міст України. Значення електронізації випуску й обігу цінних паперів не вичерпується такими очевидними результатами, як своєчасне одержання обширної та вірогідної інформації, докладне обґрунтування цін, спрощення та прискорення процесу укладання угод і підвищення їхньої ефективності. Головне призначення електронізації — зближення позабіржового та біржового ринку, що відповідає сучасним вимогам ринкової економіки.

ОБґРУНТУВАННЯ РІШЕНЬ

4.1 Методи обґрунтування Фондовий ринок, як уже говорилося, — це не тільки цінні папери, не лише його учасники, а й дії, які вони виконують, оперуючи цінними паперами. Ясна річ, що перед виконанням будь-якої дії необхідно прийняти певні рішення — як діяти, чи діяти взагалі (бездіяльність, між іншим, — це теж своєрідна дія). Особливо це стосується фондового ринку, де навіть незначна помилка може призвести до великих неприємностей. Рішення приймають усі учасники фондового ринку: одні щодо випуску і (або) продажу цінних паперів і залучення капіталу, інші — у розрахунку на придбання цінних паперів і вкладення капіталу, треті — з метою мати зиск із надання фондових послуг. Фондовий ринок — це ринок, а на ринку продають і купують. Продавець і покупець мають протилежні інтереси (перший хоче продати дорожче, другий — купити дешевше), але обидва зацікавлені у здійсненні торговельної угоди і намагаються знайти відповідь на стереотипні питання: — що продати (купити); — скільки продати (купити); — кому продати (купити); — де продати (купити);* — коли продати (купити); — за скільки продати (купити); — як продати або купити (на яких умовах, яким способом)? Відповісти треба послідовно на кожне з цих семи питань для того, щоб прийняти головне рішення — укладати чи не укладати торговельної угоди. Готовність прийняти відповідне рішення визначається цілями, що їх бажано досягти купівлею чи продажем цінних паперів. Продавець цінних паперів продає їх з метою вирішити певні проблеми своєї господарської діяльності: освоїти випуск нової продукції, модернізувати стару, збільшити випуск, обновити обладнання для підвищення якості продукції, удосконалити технологію, погасити борги, реінвестувати кошти в інші об'єкти тощо. Покупець цінних паперів має свої мотиви для інвестування. Це розміщення тимчасово вільних коштів у дохідні активи, формування постійного джерела доходу, одержання доступу до управління акціонерними товариствами, перепродаж цінних паперів для отримання спекулятивного доходу (на різниці цін). І продавець, і покупець можуть брати собі за мету через продаж і купівлю цінних паперів зміцнити свої позиції на ринку і усунути конкурентів. Уточнивши цілі, заради яких варто ризикнути, майбутні учасники фондової угоди намагаються зібрати достатню кількість (але не надлишок!) необхідної інформації — достовірної, повної та свіжої. Емітентові потрібна така інформація: — цінні папери — види, кількість в обігу, ринковий курс, дохідність; — інвестори — реальні й потенційні, у тім числі зарубіжні, їхні можливості, імовірність одержання від них капіталу; — емітенти-конкуренти — хто які папери випускає, на яких умовах, за якою ціною, хто може бути потенційним інвестором; — кон'юнктура на ринку цінних паперів — попит, пропонування, баланс, дефіцит, тенденції; — розміщення цінних паперів — особливості розміщення в різних

країнах, обмеження, пільги, інфраструктура. Виходячи з цілей емісії та зібраної інформації, емітент приймає рішення з таких питань: який вид цінних паперів слід емітувати, в якій кількості, з якими термінами погашення, з якою періодичністю, за якою вартістю, на яких умовах, з якими пільгами та вимогами, якому інвесторові віддати перевагу, чи запрошувати посередників і яких саме, які джерела можуть бути використані для погашення боргу і виплати відсотків, що може бути заставою, хто може дати гарантію. Інвестора, зі свого боку, інтересує така інформація: — об'єкти інвестиції — фактична й перспективна рентабельність (у країні, галузі, регіоні), можливість виробництва певної продукції на окремих підприємствах, оцінка фінансового стану емітентів і взагалі всіх можливих реципієнтів; — цінні папери — ринковий курс, умови придбання, дохідність (за видами паперів); — інвестори-конкуренти — загальні відомості, їхні можливості, наміри; — надійність інвестування — ліквідність, гарантії, умови страхування. Виходячи з цілей інвестування та отриманої інформації, інвестор приймає рішення з питань: в який об'єкт слід вкласти свій капітал, в якому розмірі та на яких умовах; який цінний папір вибрати для цього, як можна використати кошти (власні, позичкові) для купівлі цінних паперів. Практично для кожного з названих завдань, з якими доводиться стикатися як емітентові, так і інвестору (особливо останньому), є кілька варіантів розв'язування. Слово “доводиться” тут не має сенсу фатальної необхідності. Навпаки, що більший вибір, то більше шансів на те, що пощастить справді знайти найліпше. Якщо немає достатньої кількості альтернатив, не можна говорити про вибір узагалі. Це стосується і видів цінних паперів, і об'єктів вкладення капіталу, і способів забезпечення надійності виконання фондкових контрактів, і поглядів на це посередників і консультантів, нехай навіть поглядів цілком протилежних: ще Геродот казав: “Якщо не висловлено протилежних думок, то немає з чого вибрати найліпше”. Вибір остаточного рішення з великої кількості альтернативних (можливих) рішень є найдосконалішим методом обґрунтування, найліпшим методичним підходом. Але не завжди найліпше є і найпростішим. До різноманітності рішень додається різноманітність їхніх характеристик. Якщо, наприклад, із трьох видів цінних паперів один забезпечує отримання найбільшого доходу в найкоротший термін і з високою надійністю, то тут все просто: гра варта свічок. Але таке трапляється досить рідко. Значно частіше буває так, що один папір дає невеликий дохід, інший — є найнадійнішим, а третій забезпечує отримання доходу в найкоротший термін. Що ж вибрати? Для відповіді на це питання можна скористатися одним із таких методів: — вибір за одним показником; — метод ранжування показників; — рейтинговий метод. Перший із названих методів (вибір за одним показником) передбачає три способи: а) вибір об'єкта за одним показником — без урахування інших показників і без будь-яких обмежень; б) вибір об'єкта за одним показником з відкиданням інших (другорядних, доповнюючих, супровідних). Суть цього способу полягає в тому, що вибір слід вважати обґрунтованим лише тоді, коли на рішення, що ґрунтується на одному показнику, вибраному як головний, не впливатимуть суттєво інші показники, або якщо такий вплив незначний і може бути прийнятним. В іншому разі рішення на основі цього способу не приймаються і робляться спроби продовжити процедуру вибору; в) вибір об'єкта за одним показником з урахуванням певних обмежень, що накладаються іншими показниками. Метод вибору на підставі ранжування (другий з названих)

передбачає розподіл показників за зменшенням їхньої значущості (важливості) для здійснення фондової операції. Найважливішому показникові надається перший ранг, а найменш важливому — останній ранг. При цьому, сказати б, “нюанси” важливості за різних обставин до уваги не беруться: показник першого рангу завжди важливіший за показник другого рангу, у свою чергу, показник другого рангу завжди важливіший за показник третього рангу і т.д. Цей метод можна ускладнити через “зважування” кожного рангу за ступенем значущості, використовуючи для цього коефіцієнти або бали. Тоді різниця між суміжними показниками стає чіткіше вираженою. Рейтинговий метод вибору переважного об’єкта інвестиції (третій з названих) передбачає наявність достатньо широкої характеристики об’єкта, яка в процесі роботи внаслідок поступового синтезу показників спрощується до однозначних виразів. Розглянемо один із способів рейтингової оцінки докладніше. Спочатку відібрані показники ранжуються, наприклад, так: 1 ранг — дохідність інвестицій; 2 ранг — рентабельність продукції; 3 ранг — термін отримання доходу на капітал; 4 ранг — перспектива ринку збуту; 5 ранг — надійність інвестиції. У даному прикладі прийнято коефіцієнти значущості, показані в табл. 18.

Таблиця 18 МАТРИЦЯ ОЦІНОК

Ранги	Показники	Коефіцієнти	Місця	1	2	3	4	Константи			
2	1,6	1,3	1	1	Дохідність інвестицій	6	12	9,6	7,8	6	2
3	4,8	3,9	3	3	Рентабельність продукції	3	6	4,8	3,9	3	3
4	1,6	1,3	1	5	Термін отримання доходу	2	4	3,2	2,6	2	4
5	1,6	1,3	1	5	Перспектива ринку збуту	1	2	1,6	1,3	1	5
					Надійність інвестицій	1	2	1,6	1,3	1	5

До матриці оцінок включаються відповідні константи, що виражають вагомість кожного рангу, відмінності між ними (табл. 19).

Таблиця 19 КОНСТАНТИ

Кількість місць (об’єктів)	Місця	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	2	1,5	1,0	3	1,5
1	2,0	1,6	1,3	1,0	5	2,0	1,75	1,5	1,25	1,0	6	3,0	2,6	2,2	1,8	1,4
2	4,0	3,2	2,6	2,0	8	4,0	3,5	3,0	2,6	2,2	1,8	1,4	1,0	9	4,0	3,6
3	6,0	4,8	3,9	3,0	12	6,0	5,0	4,0	3,6	3,2	2,8	2,4	2,0	1,6	1,4	1,0
4	8,0	6,4	5,2	4,0	16	8,0	6,4	5,2	4,0	3,6	3,2	2,8	2,4	2,0	1,6	1,4
5	10,0	8,0	6,4	5,0	20	10,0	8,0	6,4	5,0	4,0	3,6	3,2	2,8	2,4	2,0	1,6

За опрацювання табл. 19 бралось до уваги, що чим більше в наборі об’єктів, тим (здебільшого) більше відмінностей у рівні відповідних показників. Якщо для набору з чотирьох об’єктів ця різниця становить 1:2, то для набору з десяти об’єктів це співвідношення збільшується до 1:4, тобто рівень того чи іншого показника об’єкта, який займає в наборі перше місце, у чотири рази вищий за рівень показника об’єкта, котрий опинився на десятому місці. У нашому прикладі набір складається з чотирьох об’єктів, що зайняли чотири місця. Згідно з табл. 19 переносимо константи у табл. 18: 2; 1,6; 1,3; 1. Виходячи з коефіцієнтів і констант, розраховуємо оцінки. Для цього коефіцієнт (у певному рядку матриці) множимо на константу (у певній графі матриці): $6 \cdot 2 = 12$; $6 \cdot 1,6 = 9,6$... $2 \cdot 1,3 = 2,6$ і т. д. На підставі проранжованих показників, кожний з яких одержав своє місце, та з даних матриць оцінок (табл. 18) складаємо табл. 20, до якої спочатку заносимо перелік показників. Далі визначаємо показник із використанням для цього наявної інформації про стан справ на кожному з об’єктів. Наприклад, з першого рядка перше місце отримує об’єкт А, де зафіксовано найвищу дохідність інвестицій, а четверте (останнє з даного набору об’єктів) — об’єкт Г. Так само розподіляються об’єкти з інших рядків. На цій підставі проставляємо місця в табл. 20.

Таблиця 20 ВИЗНАЧЕННЯ РЕЙТИНГУ ОБ’ЄКТІВ ІНВЕСТУВАННЯ № п/п

Показники	Об’єкти	А	Б	В	Г	місце	оцінка	місце	оцінка	місце	оцінка	місце	оцінка						
Термін окупності	1	12	3	7,8	2	9,6	4	6	2	Рентабельність	3	3,9	2	4,8	1	6	4	3	3
Початок отримання доходу	4	2	3	2,6	1	4	2	3,2	4	Перспективи ринку	4	1	1	2	2	1,6	3	1,3	5
Надійність інвестиції	2	4	4	1	3	1,3	1	2	Усього	14	20,5	13							

18,2 9 22,5 14 15,5 Рейтингові місця 3—4 2 2 3 1 1 3—4 4 Висновок: найвищий рейтинг має об'єкт В. У табл. 20 занотуємо відповідні оцінки з табл. 19. Оскільки об'єкт А зайняв перше місце за терміном окупності, то з табл. 19 беремо оцінку 12 і проставляємо в табл. 20 в рядку 1, графа 2. Але за рентабельністю продукції об'єкт А виявився на третьому місці, тому в рядку 2, графа 2 проставляємо оцінку 3,9, узятую з табл. 19. Об'єкт В за показником рентабельності продукції зайняв перше місце, тому береться оцінка 6, а об'єкт Г — четверте місце, тому для нього береться оцінка 3 і т. д. Коли всі комірки табл. 20 будуть заповнені, треба підсумувати кожну графу. Спочатку підсумовують непарні графи (1, 3, 5 і 7) табл. 20 для обчислення середніх місць, які зайняли об'єкти. Для цього результати за кожною з указаних граф діляться на кількість показників (у нашому випадку на 5): об'єкт В $9 : 5 = 1,8$; об'єкт Б $13 : 5 = 2,6$; об'єкти А і Г $14 : 5 = 2,8$. Об'єкт В зайняв найвище місце і заслуговує на переважний вибір. Після обробки парних граф (2, 4, 6 і 8) матимемо показник рейтингу. Перше місце в нашому прикладі зайняв об'єкт В, який має найвищий рейтинг, що дорівнює 22,5. У цьому прикладі показано тільки один з можливих способів рейтингового оцінення. Цілком можливі й інші. З метою отримати більш обгрунтоване рішення рекомендується користуватися одночасно кількома методами вибору, складаючи на підставі одержаних результатів зведену таблицю. Ми розглянули загальну схему прийняття рішення. Для того щоб наповнити її конкретним змістом, далі спинімося на питаннях щодо складу критеріїв обгрунтування, розрахунку економічного ефекту, оцінки рівня надійності (ризик) та оцінки фінансового стану емітента. Одним з призначень фондового ринку (власне його головним призначенням) є стимулювання інвестицій в економіку країни. Тому цілком виправданою є підміна будь-яких питань у межах фондового ринку засадним питанням про обгрунтування залучення інвестиційного капіталу. Цей розділ і розглядає критерії такого обгрунтування або, простіше, критерії інвестицій. Рішення, що його приймає інвестор, ґрунтується на п'яти економічних критеріях оцінення, один з яких, як правило, є головним, визначальним, а решта — супутніми. За необхідності враховуються також кон'юнктурні та позаекономічні цілі (позаекономічні критерії) оцінення результатів інвестицій. Головним критерієм в процесі прийняття рішення про інвестиції є рентабельність (дохідність, прибутковість), що обчислюється співвідношенням вкладеного капіталу та отриманого доходу (прибутку). Цей критерій можна називати або нормою прибутку на вкладений капітал, або ефективністю, але його суть від зміни назви не міняється. Що більшим буде дохід на одиницю вкладеного капіталу, або що меншим буде термін його окупності, обчислюваний як зворотна величина доходу на одиницю капіталу, то вигіднішою є інвестиція. Інвестора передовсім інтересує, що він матиме, вклавши в чуже діло власні гроші. Супутніми критеріями інвестицій є: дохід (Д), надійність отримання доходу і рентабельності (Н), капітал, що вкладається (К), час вкладення капіталу та отримання доходу (Т). Супутні критерії виконують дві функції: по-перше, вони призначені для обчислення рентабельності і (або) для характеристики доходу, по-друге, вони можуть в окремих випадках відігравати самостійну роль в обгрунтуванні інвестицій (рис. 24). Величина капіталу (К) і величина доходу (Д) використовують-ся для безпосереднього обчислення величини рентабельності способом ділення однієї величини на іншу. Але, крім

цього, як було сказано, вони можуть мати самостійне значення, необхідне для прийняття рішення про інвестиції. Наприклад, інвестор часто має досить обмежений капітал. І якщо, наприклад, вкладення коштів у цукровий завод є рентабельнішим, ніж в цегельний, але вкладення в цегельний завод потребує менше капіталу, то інвестор з обмеженими ресурсами може віддати перевагу вкладенню капіталу у виробництво цегли. Це лише один з багатьох можливих прикладів, коли розмір наявного капіталу із супутнього критерію перетворюється на головний. Те саме стосується й доходу. Підвищену увагу до абсолютної величини доходу (до його маси) інвестор виявляє тоді, коли він може спокійно чекати цього доходу. Коли терміново необхідні додаткові кошти через якісь кон'юнктурні міркування або через несподівані внутрішні чи зовнішні ускладнення, інвестор віддає перевагу "синиці в руках" і погоджується (змушений погодитися!) на нижчий рівень рентабельності, аби швидше отримати потрібні гроші. Показник надійності (Н) також має "подвійне дно". З одного боку, ним можна користуватися для коригування доходу (Д) певним способом, запозиченим з арсеналу теорії ймовірності, а з іншого — він може набувати значення самодостатнього фактора. Останнє буває, як правило, частіше з позаекономічних міркувань, коли підвищена надійність капіталовкладень позитивно позначатиметься на репутації фірми, підвищуватиме її солідність. Часові показники (Т) відповідають на питання: коли саме потрібно інвестувати капітал і коли можна розраховувати на отримання доходу в цілому або частинами. Будь-який економічний показник, узятий поза часом, позбавлений сенсу. Особливо це стосується капіталу й доходу від його вкладення. Наскільки капітал і дохід є засадними показниками для розрахунку рентабельності (див. рис. 24), настільки показник часу є супутнім стосовно них. Але іноді саме критерій часу висувається на перший план: коли інвестору потрібні певні випереджальні дії на фондовому ринку або коли невчасне отримання доходу може призвести до завеликих втрат чи навіть банкрутства. Треба завжди пам'ятати, що критерії обґрунтування інвестицій є не конкретними показниками, а поняттями і навіть економічними категоріями, кожна з яких виражається певною множиною суто конкретних показників. Передовсім це стосується рентабельності. Сутність того чи іншого показника рентабельності залежить від того, який саме показник доходу і капіталу закладено в розрахунок. Наприклад, у чисельник дробу можна поставити один із таких чотирьох показників: загальний дохід за рік, загальний дохід за весь період функціонування капіталу, чистий прибуток за рік, чистий прибуток за весь період функціонування капіталу. Якщо при цьому в знаменнику дробу буде також один з чотирьох показників (вкладеного капіталу, усіх активів, ліквідних активів або річних витрат), то матимемо аж 16 похідних показників рентабельності і таку саму кількість показників терміну окупності! Аналогічно деталізуються й інші критерії, зокрема вкладений капітал. Тут слід визначитися з величиною капіталу, з об'єктом вкладення, формою та умовами вкладення. Дохід також визначається неоднозначно. Він може обчислюватися у валютах різних країн і навіть у натуральних показниках (для цього існують спеціальні способи розрахунку). Дохід є структурованим у просторі (особливо у структурі холдингу) і в часі. Показники критерію часу фіксують або одноразове отримання доходу, або багаторазове — із зазначенням початку й закінчення періоду, частоти виплат. Застосовуються численні показники критерію надійності отримання

доходу, у тім числі надійність цінного паперу, продукції, підприємства-емітента, а також надійність загальної ситуації на ринку та в країні в цілому. Використовуються різні показники конкурентоспроможності продукції, ліквідності цінних паперів, показники економічного становища підприємства-емітента тощо. На початку цього розділу згадувалися кон'юнктурні та неекономічні цілі інвестування. Про одну з них (репутація фірми) ми вже казали. Але таких цілей може бути багато. Часто інвесторові значно важливіше в певній конкретній ситуації не ганятися за великими і надвеликими доходами, а утвердитися на ринку збуту, зайняти відповідну нішу, відсунути (зрозуміло, цивілізованим способом) своїх конкурентів, підвищуючи якість продукції і знижуючи відносні розміри капітальних і поточних витрат. Поєднанням кон'юнктурних, рекламних і гуманних міркувань можуть обґрунтовуватися різні благодійні, меценатські та спонсорські заходи. Іще важливішими для інвестора можуть бути позаекономічні критерії, зв'язані з досягненням певних науково-технічних, соціальних, економічних і спеціальних результатів інвестиції. Для систематизації науково-технічних результатів звичайно використовують існуючі класифікатори науки і науково-технічної продукції. У сфері науки створюється потенціал у вигляді накопичених наукових знань і науково-технічної інформації, підготовки кваліфікованих кадрів, розвитку сучасної технічної бази наукових установ. У сфері матеріального виробництва, завдяки використанню науково-технічної продукції, підвищується технічний рівень підприємства, здійснюється технічне переозброєння виробництва для застосування принципово нових технологій та освоєння виробів нових поколінь. Поняття "соціальні результати" має різний зміст. У вузькому розумінні слова — це поліпшення умов праці і побуту людей. Ідеться передовсім про позитивні результати у сфері виробництва, коли нова техніка стає матеріальною основою безпеки, системи охорони праці, поліпшення санітарних, ергономічних та естетичних умов, а також у сфері побуту — поліпшення житлових умов, поліпшення планування населених пунктів, розвиток побутових послуг, збільшення обсягу перевезень пасажирів, зниження шумності, загазованості міст. У ширшому розумінні соціальні результати охоплюють всі сторони життя людини, її матеріальний і духовний добробут. Екологічні результати виявляються у поліпшенні стану довкілля, охороні атмосфери, гідросфери та літосфери, збереженні флори, фауни, ландшафту. Поняття "соціальні результати" використовується також для визначення державних цілей: зміцнення обороноздатності країни, підтримки правопорядку, удосконалення механізму управління державою, реструктуризації економіки. Поняття "економічний ефект" — це загальне поняття, що в нього вкладається все: від чистого прибутку до національного доходу, від доходу окремого підприємства до доходу держави. Показники прибутку можуть бути різними, що зумовлено передовсім необхідністю відрахування з валового прибутку різних податків і зборів, а також розрахунком прибутку за різні проміжки часу: за місяць, рік або за весь період виробництва продукції, освоєної за допомогою інвестиції. Для розрахунку показників прибутку застосовують формули: $P = C - S$; $P = (C - S)A$ (або $P = B - Z$); $P = C - H - S$; $P = (C - H - S)A$ (або $P = B - Ht - Z$), де P — прибуток; C — ціна; S — собівартість одиниці продукції; A — обсяг виробництва за весь термін служби (застосування) продукції; B — виторг від реалізації продукції за весь термін служби ($B = CA$); Z — затрати за весь термін служби ($Z = SA$); H і Ht — податки та обов'язкові

платежі в розрахунку відповідно на одиницю продукції і весь її обсяг за весь термін служби. Коли вкладення капіталу забезпечує збільшення прибутку завдяки поліпшенню технології продукції, що випускалася раніше, у розрахунках виходять не з усього прибутку, а тільки з його приросту (ΔP), що обчислюється як різниця між прибутком після інвестиції (P_2) та до інвестиції (P_1): $\Delta P = P_2 - P_1$. Якщо конкретна інвестиція є тільки одним з багатьох чинників прибутку, також обліковують не весь прибуток, а ту його частину, котра зв'язана саме з даною інвестицією (визначається експертним шляхом). Що пізніше буде отримано прибуток, то менше часу він буде перебувати в господарському обороті і давати нові доходи у вигляді дивідендів або відсотків. Ранній прибуток має більшу цінність, а пізній — меншу. Тому величину розрахованого прибутку коригують за фактором часу через дисконтування. Інвестором може бути не лише окреме підприємство, у тім числі приватне, а й держава з її непорівнянно ширшими інтересами. Тому поряд з розрахунком прибутку доцільно (а часто і необхідно) визначати інтегральний економічний ефект, що з усіх показників економічного ефекту є найповнішим (він охоплює аналіз витрат і результатів не тільки в конкретній, а й у суміжних сферах) і є найбільш релевантним (найповніше відображує реальну дійсність). Інтегральний економічний ефект визначається за формулою: $E_t = P_t - V_t$, де E_t — інтегральний економічний ефект; P_t — вартісна оцінка результатів інвестиції за всі роки їх отримання; V_t — витрати на здійснення заходів щодо реалізації інвестиції. У розгорнутому вигляді цю формулу пишуть: $E_t = P_t - V_t$, де P_t і V_t — відповідно результати і витрати в t -му році; t_1 і t_0 — початковий та останній роки розрахункового періоду; dt — коефіцієнт зведення (дисконтування) в t -му році. Вартісне оцінення результатів інвестиції (виторг від реалізації та використання продукції) визначається за формулами: а) під час оцінення предметів праці, а також засобів праці з терміном служби менше року: де A_t — обсяг використання предметів праці, що оцінюються, в t -му році під час виготовлення продукції; U_t — витрачання предметів праці на одиницю продукції; C_t — ціна одиниці продукції в t -му році; б) під час оцінення засобів праці з терміном служби не менше року: $P_t = A_t b_t C_t$, де A_t — обсяг використання засобів праці, що оцінюються, в t -му році під час виготовлення; b_t — річна продуктивність одиниці засобу праці в t -му році; в) під час оцінення технології або організації виробництва: $P_t = R_t C_t$, де R_t — обсяг продукції, виробленої в t -му році за оцінюваною технологією. Зроблені затрати в t -му році становлять: $Z_t = I_t + K_t - L_t$, де I_t — поточні витрати в процесі виробництва (використання) продукції в t -му році без урахування в них амортизаційних відрахувань на реновацію; K_t — капітальні вкладення під час виробництва (використання) продукції в t -му році; L_t — залишкова вартість основних фондів (ліквідація сальдо), що вибувають у t -му році. Під час використання засобів праці для випуску кількох видів продукції в кількох сферах у різні роки і з різною продуктивністю застосовується формула: де I — індекс виду продукції; i — індекс сфери застосування техніки; r — індекс засобів праці певної одиничної продуктивності; t — рік розрахункового періоду (розрахунок за цією формулою доцільно виконувати табличним методом і на комп'ютері). Економічний ефект може проявлятися в суміжних галузях та сферах, але не враховуватися в інтегральному показнику за недостатністю документального підтвердження вхідної інформації. Тому ефект у суміжних галузях потрібно враховувати окремо (як доповнення до інтегрального). З іншої причини не

можна плюсувати до інтегрального ефекту ефект від відвернутого економічного збитку. У методичному аспекті ця вимога очевидна, однак на практиці її не назавжди дотримують, тому на цьому питанні варто спинитися окремо. Різниця між реально отримуваним доходом і відвернутими втратами, по суті, така сама, як різниця між поняттями “знайшов” і “не втратив”. “Знайшов” означає збільшення наявних ресурсів, а “не втратив” — лише збереження того, що було. Кожне з цих понять має безперечний інтерес для інвестора, але помилкою буде бездумно їх підсумовувати лише тому, що обидва показники виражають через якусь суму грошей. Поняття “не втратив” є умовним, однак це не применшує його важливості. Умовність пояснюється тим, що спочатку, очевидно, пропонувалося менш вигідне рішення, але згодом було знайдено інше, досконаліше. Умовність є головною причиною критики методу оцінення відвернутих втрат. При цьому якимось “забувають”, що реальний прибуток теж не позбавлений умовності, коли його обраховують заздалегідь як очікувану майбутню подію. “Якщо” не далеко пішло від “якщо б”. Окреме включення в методику обґрунтування інвестицій оцінки відвернутого збитку дає змогу орієнтуватися не тільки на збільшення доходу, а й на результати, зв’язані з недопущенням виробничих простоїв, аварій технічного характеру, забезпеченням безпеки людей, охороною природи від забруднення та з іншими заходами для своєчасного запобігання небажаним явищам. Проте такі заходи безпосередньо не створюють додаткових коштів і тому потребують фінансової підтримки за рахунок зовнішніх джерел самого підприємства, а також коштів страхових компаній. Але, якщо інвестор усвідомив необхідність заходів для усунення загрози збитків, то він знайде потрібні для цього джерела фінансування. В іншому разі він має бути готовим до неминучого збитку. Інтерес до оцінки надійності економічних результатів зумовлений об’єктивними причинами. Економічні явища не можуть бути повністю передбачуваними. Навіть найстаранніші прогнози не виключають можливих відхилень від розрахункових показників, тому що в економіці діють надто сильні фактори, якими важко або взагалі неможливо управляти. Непередбачена зміна кон’юнктури на внутрішньому і, тим більше, на зовнішньому ринках з його слабо передбачуваним ціноутворенням, важко прогнозований попит і пропонування, соціально-економічні, демографічні й політичні зрушення в суспільстві, наукові відкриття та винаходи, примхи погоди, невдалий для даного інноваційного або навіть для будь-якого інвестиційного проекту збіг обставин у багатогранному господарському житті країни і просто людський фактор разом з безліччю інших об’єктивних і суб’єктивних причин — усе це створює ситуацію, коли частіше доводиться говорити про ризик, ніж про надійність. Потрібно відразу сказати, що невизначеність, властива економіці і особливо фондовому ринку, не знижує, а, навпаки, підвищує значення вимірювання надійності одержання очікуваних (розрахункових) результатів рішень, що приймаються. Напрошується така послідовність вивчення даної проблеми: з’ясування причин, що зумовлюють надійність, — кількісна оцінка рівня надійності — опрацювання заходів для підвищення цього рівня до максимально можливого або принаймні прийняттого. Названу послідовність можна структурувати, відповідаючи на такі питання: 1) наскільки важлива мета, заради якої доводиться ризикувати, яка величина очікуваного доходу або іншого корисного результату? 2) який рівень ризику (рівень надійності), скільки шансів на успіх? 3) наскільки очікуваний дохід

перевищуватиме витрати, пов'язані з ризиком? 4) які фактори зумовлюють ризик? 5) як саме можна буде знизити рівень ризику і запобігти великим втратам? 6) чи немає менш ризикованих способів досягнення мети? 7) які заходи можуть пом'якшити негативні наслідки у разі невдачі (повної або часткової)? Існують різні класифікації інвестиційного ризику і його факторів. Наприклад, пропонується розглядати інвестиційний ризик як певну сукупність, виокремлюючи дві великі групи: а) систематичний ризик, зв'язаний із коливанням ринкових цін на фінансові активи в цілому; б) несистематичний ризик, що є специфічним для конкретної компанії і не залежить від загального стану фондового ринку. У свою чергу, систематичний ризик поділяється на ризик зміни відсоткової ставки, ризик зниження загальноринкових цін і ризик інфляції. Ризик зміни відсоткової ставки відбиває ймовірність фінансових втрат унаслідок зміни банківських кредитних ставок на депозити. Ризик зниження загальноринкових цін залежить від загального стану економіки країни та конкретної ринкової кон'юнктури. Ті самі фактори спричиняють і ризик інфляції, властивий (у допустимих дозах) навіть нормальній економіці, а тому інвесторів завжди корисно коригувати свої прогностичні розрахунки відповідно до темпів інфляційного процесу. Несистематичний ризик поділяють, як правило, на галузевий і фінансовий. Перший із них чатує на інвестора в ситуації, зв'язаній із вибором цінних паперів за галузевою ознакою. Фінансовий ризик залежить від розмірів позичкових коштів, у сукупному капіталі акціонерного товариства. Що більше таких коштів у даному акціонерному товаристві, то меншою є надія інвесторів отримати дохід з акцій своєчасно і повністю. Особливе місце в класифікації ризиків займають ризики ліквідності цінних паперів і взагалі активів емітента, причому ліквідність цінних паперів прямо залежить від ліквідності емітента і його загального фінансового стану. Є й інші системи класифікації інвестиційних ризиків. Наприклад, якщо розглядати ризик з позицій інвестора, то можна назвати, по-перше, ризики, яким він не може запобігти, наприклад, погіршення фінансового стану емітента; по-друге, ризики, яких він не може зменшити, навіть придбаючи різноманітні цінні папери, тобто здійснюючи диверсифікацію. Досить часто вживається й таке поняття, як підприємницький ризик, котрий, по суті, є ринковим ризиком і вимірюється відношенням очікуваного доходу до акціонерного капіталу. Підприємницький ризик залежить від цілого ряду факторів, передовсім від: 1) коливань попиту (стабільний попит — найліпший засіб знизити ризик); 2) коливань цін продажу (стабільність цін так само корисна, як і стабільність попиту); 3) зміни витрат виробництва (та сама умова стабільності залишається); 4) здатності пристосовувати ціни до витрат виробництва, що змінюються (обґрунтована залежність цін від собівартості продукції знижує підприємницький ризик), а також від фіксованості структури собівартості в її калькуляційному розрізі (обґрунтованість методу розподілу накладних витрат). У тому разі, коли питома вага фіксованих витрат у загальних витратах є великою, кажуть, що фірма має високий виробничий лівераж. Доходи фірми суттєво змінюються навіть за невеликих коливань продажу, якщо фірма має високий лівераж. Оцінення рівня ризику відбувається з урахуванням умов, що супроводжують інвестиційний процес і діяльність на фондовому ринку. Якщо, наприклад, за попередніми розрахунками прибуток становитиме 150 тис. грн., а ймовірність його отримання дорівнює 60-ти шансам на 100, виконується коректування попередньо розрахованої величини прибутку: $150 \cdot 0,6 = 90$ тис.

грн. Коефіцієнт 0,6 визначається експертним шляхом. Можна врахувати рівень ризику відразу під час розрахунку очікуваного прибутку, одержавши від експертів значення максимального, оптимального і мінімального прибутку та скориставшись однією з таких формул: тис. грн.; тис. грн., де P — очікуваний прибуток; 110, 100 і 60 — відповідно максимальний, оптимальний і мінімальний прибуток; 4 — константа, що збільшує значущість оптимальної оцінки. Можна визначити очікуваний результат, виходячи не із заданих умов інвестиційного процесу, а з умов здогадних, які можуть скластися, причому поява кожної з них має різну ймовірність. За умови можна брати ті чи інші варіанти реальних можливостей виконання інвестиційного проекту силами даного емітента, стан забезпечення його фінансовими, матеріальними і трудовими ресурсами, попит на продукцію, що випускається, тощо. Для розрахунку середньозваженої норми доходу з урахуванням умов реалізації проекту та ймовірності їх настання (P_0) застосовується формула:
$$E_0 = \sum_{i=1}^n P_i A_i$$
 де P_i — норма доходу за i -ї умови; n — кількість різних умов; A_i — ймовірність настання i -ї умови. В економічній літературі також відомий метод розрахунку очікуваного економічного ефекту залежно від загальних (у комплексі) умов виконання та реалізації інвестиційного проекту. Цей метод виражається формулою:
$$E_0 = E_{\max} a + (1 - a) E_{\min}$$
 де E_0 — очікуваний економічний ефект; E_{\max} і E_{\min} — відповідно максимальний та мінімальний економічний ефект (визначається експертним шляхом або через збільшені розрахунки); a — норматив, що встановлюється в галузях залежно від виду інвестиційного проекту та етапів його виконання й реалізації ($0 \leq a \leq 0,5$). Умови інвестування капіталу й виконання фондових операцій можна розглядати як в конкретній, так і в узагальненій формі. В останньому разі виокремлюють ті чи інші стадії можливого стану економіки країни, що особливо важливо для держави, яка інтенсивно реформує економічні відносини. Становище, що може скластися, використовується, зокрема, для оцінення рівня надійності (ризикованості). При цьому застосовується відома в математичній статистиці методика дисперсійного аналізу. Нагадаємо, що дисперсія — це міра розсіювання (розкидання) випадкової величини від її середнього значення, що обчислюється як арифметичне середнє квадратів відхилень результатів спостережень від їхнього середнього арифметичного. Чим більшою є величина того чи іншого показника дисперсії (їх кілька), тим більшим буде ризик і нижчим рівень надійності. Застосування цього методичного підходу пояснімо на прикладі табл. 21. Визначивши чотири стани економічної ситуації країни (криза, стагнація, стабілізація, піднесення) та умовно допустивши ймовірність можливого настання кожного стану в період реалізації інвестиційного проекту (виконання тривалого фондового контракту), за табл. 21 матимемо суму ймовірностей що дорівнюватиме одиниці: $0,2 + 0,3 + 0,4 + 0,1 = 1$. Розглянемо три проекти, зв'язані з придбанням інвестором певних цінних паперів (проект А, проект Б і проект В). Ставка доходу за проектом А практично не зазнає впливу економічної ситуації (це властивість державних облігацій). Проекти Б і В зв'язані з придбанням акцій, ставки доходу на які зростають (але по-різному) в міру поліпшення економічної ситуації. Таблиця 21 ПРИКЛАД ОЦІНЮВАННЯ НАДІЙНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

Економічна ситуація	Дохід за проектами, %	Проект А	Проект Б	Проект В	Стан	Ймовірність настання	Ставка	Оцінка	гр.2 ?	гр.3	Ставка	Оцінка	гр.2 ?	гр.5	Ставка	Оцінка	гр.2 ?	гр.7				
1	2	3	4	5	6	7	8	Криза	0,20	7,00	1,40	2,00	0,40	3,00	0,60	Стагнація	0,30	7,00	2,10	5,00	1,50	6,00

1,80 Стабілізація 0,40 7,00 2,80 15,00 6,00 8,00 3,20 Піднесення 0,10 7,00 0,70 25,00 2,50 26,00 2,60 Середньозважена норма доходу 7,00 10,40 8,20 Середнє квадратичне відхилення 0,00 7,25 6,20 Коефіцієнт варіації 0,00 0,69 0,76 Вихідні дані, узяті з табл. 21, дають змогу знайти очікувану норму доходу щодо кожного з проектів з урахуванням стану економіки. Для цього ставку доходу за кожним проектом помножують на величину ймовірності настання відповідного стану, а потім підсумовують отримані добутки (див. графи 4, 6 і 8 табл. 21). У результаті отримуємо очікувану норму доходу за кожним проектом у вигляді середньозваженої величини (7,0 за проектом А; 10,4 за проектом Б і 8,2 за проектом В). Але на цьому аналіз не закінчується. Доцільно для кожного проекту окремо розрахувати дисперсію у вигляді середнього квадратичного відхилення. Результати розрахунку подано в табл. 21 (обчислення виконані за межами таблиці). Стандартна девіація виражає величину розкиду і тим самим характеризує ступінь ризику. Але стандартна девіація є абсолютною величиною і з цієї причини незручна для порівнювання проектів з різними очікуваними доходами. Тому застосовують відносний показник дисперсії — коефіцієнт варіації (K), що обчислюється за формулою: $K = \frac{S}{\bar{S}}$, де S — середнє квадратичне відхилення; \bar{S} — середня арифметична. З одержаних показників випливають такі висновки. Якщо керуватися середньозваженою нормою доходу, то найпривабливішим є проект Б. Однак показники дисперсії, що за проектом А дорівнюють нулю, свідчать на користь саме цього проекту як найстабільнішого, хоч і з невисоким доходом. Порівнювання двох інших проектів (Б і В) також приводить до неоднозначних висновків. Якщо взяти до уваги середнє квадратичне відхилення, то абсолютний розкид буде меншим у проекті В (6,2 < 7,25), а коли за критерій оцінки взяти коефіцієнт варіації, то перевагу матиме проект Б, який має менший питомий розкид (0,69 < 0,76). Три різні методи оцінення надійності дали три різні результати. Але в цьому немає нічого дивного. Кожний метод завжди висвічує якийсь один бік оцінюваного об'єкта тим більше, що методика оцінювання цими трьома методами не вичерпується. Навіть після кількісного аналізу, виконаного за допомогою одного або кількох методів у комплексі, слід взяти до уваги ще й неквантифіковані (кількісно не вимірювані) фактори, у тім числі суб'єктивні, про які буде сказано далі. Потрібно мати на увазі, що навіть висока точність розрахунків кількісних методів не може забезпечити таку саму високу точність кінцевих результатів, оскільки в основу розрахунків закладається явно не досить точна (а часом просто умовна) інформація. Це стосується і розглянутих методів: умовно визначено стадії розвитку економіки та норми доходу згідно з цими стадіями. Проте кількісний аналіз є абсолютно необхідним, бо тільки він дає основу (стрижень) оцінки, котру потім коректують з допомогою експертизи, застосування неквантифікованих методів (адже робити якісь корективи можна лише тоді, коли є що коректувати). За всієї багатоманітності класифікацій ризиків і методів їх оцінки непорушними завжди залишаються два предмети аналізу: це "що", тобто сам цінний папір, і "хто", тобто підприємство-емітент, яке випустило цей папір. Якість цінного паперу адекватна його надійності і звичайно виражається за допомогою рейтингу (rating — оцінка). Щодо цього маємо багатий досвід провідних західних компаній. Зокрема, становить інтерес система рейтингу, застосовувана американською компанією "Стендарт енд Пуерз". За цією системою до категорії цінних паперів вищої якості віднесено цінні папери

інвестиційного класу, у тім числі найнадійніші (AAA), що забезпечують повну гарантію виплати відсотків або дивідендів, просто надійні (AA), з неповною гарантією, але достатньо стійкі до коливання ринкових цін і цінні папери, сказати б, із сьогочасною гарантією без огляду на майбутнє (A). Цінні папери із символом A утворюють першу групу. У другій групі об'єднано цінні папери середньої надійності (символ B), що утворюють також три підгрупи. До першої (BBB) належать цінні папери, на які регулярно виплачують дохід, але він невеликий і є сумнів щодо стабільності фінансового стану емітента. У другій підгрупі (BB) зібрано папери нижчої якості, що їх випускають підприємства малоефективних галузей і якими торгують здебільшого на позабіржовому ринку. Ще нижче рейтинг паперів третьої підгрупи (B): їхня дохідність є сумнівною, а в їхнього емітента складне фінансове становище. Третю групу (символ C) репрезентовано цінними паперами явно спекулятивного характеру. Перша підгрупа (CCC) — це цінні папери, які не пройшли лістингу. І хоч на них регулярно виплачується дохід, надійність їх невисока через ненадійність емітентів. Результати інвестування в цінні папери другої підгрупи (CC) є майже непередбачуваними. Те саме можна сказати й про цінні папери третьої підгрупи (C), які до того ж випускають компанії, що явно перебувають на межі банкрутства. Нарешті група D, котра не має підгруп, об'єднала цінні папери компаній, що вже ліквідуються і які не можуть навіть пообіцяти щось виплатити. Рейтинг таких “цінних паперів” дорівнює нулю. Зі сказаного можна зробити два висновки. По-перше, під час аналізу “чого” (цінних паперів) майже постійно фігурує “хто” (емітент) і це змушує ґрунтовніше розглядати питання про фінансовий стан емітента (про це йтиметься далі); по-друге, під час групування цінних паперів за рівнем надійності й рейтингу, крім суто математичних розрахунків, треба користуватися експертними даними. Інтуїція експерта, його особистий досвід і фахові знання дають змогу “перетворювати” якісні показники на кількісні й відтак визначати коефіцієнт імовірності успіху або допустимі рівні ризику, ігнорування яких загрожує втратами. З іншого боку на експертних даних завжди позначається особистість експерта. Ту саму ризикову ситуацію різні люди можуть оцінювати неоднаково, тому що сам ризик сприймається індивідуально. Немало залежить і від того, що переважає в настроях експерта — передчуття успіху чи невдачі. Утім, експерт визначає лише наявність, рівень і категорію ризику (рівень надійності). Остаточне рішення приймає менеджер. Саме він ризикує своєю посадою і репутацією, а останнє в усьому цивілізованому світі важить іноді більше за капітал. Відтак чи варто дивуватися, що багато менеджерів віддають перевагу рішенням з мінімальним ризиком, і таким, котрі можуть дати якісь позитивні результати вже найближчим часом. Та й більшості власників-інвесторів далеко не чужа обережність і навіть консерватизм, хоча багато з них бачать у ризикових інвестиціях своє покликання. Психологи підрозділяють підприємців на консерваторів, помірно агресивних, агресивних, досвідчених і витончених (гравців). Проте жоден з них не відмовлятиметься від намагання зменшити ризик, коли це якимось сполучатиметься із мріями про великий дохід. Для цього неодноразово перевірятимуться дані про емітента, ситуацію на ринку цінних паперів, створюватимуться страхові фонди, вкладатимуться акції в підприємства з відносно невисоким рівнем постійної частини накладних (цехових, загальнозаводських і позавиробничих) витрат, здійснюватиметься багато інших

заходів щодо підвищення надійності фондових операцій. Хоч як дивно, але майже будь-який з численних факторів ризику за вмілого підходу може стати засобом зниження ризику — якісна економічна інформація (вірогідна, максимально повна й актуальна), докладне виконання інвестиційних бізнес-планів, точні прогнози і сценарії можливих ринкових ситуацій... Усе це варто робити і багато що з цього робиться насправді. Фондовому ринку властиве явище, відоме під назвою диверсифікації цінних паперів (англ. diversify — урізноманітнювати), коли капітал вкладається не в один вид цінних паперів (один об'єкт), а в кілька передовсім для зниження ризику. У чому ж полягають переваги диверсифікації? Розглянемо два приклади. Перший: капітал в розмірі 20 млн грн. вкладається в один об'єкт. Другий: капітал вкладається в 10 об'єктів по 2 млн грн. в кожний. Припустимо, що в обох випадках і для всіх об'єктів імовірність удачі дорівнює 50%. Тоді в першому варіанті інвестор дуже ризикує, бо в нього 50 шансів із 100 зазнати невдачі. У другому (диверсифікованому) варіанті діятиме правило множення ймовірностей і зовсім мало ймовірно (один шанс з тисячі), що всі десять об'єктів будуть невдалими. Як бачимо, диверсифікація рятує інвесторів від цілковитої невдачі. Чому ж навіть найдосвідченіші з них усе-таки вибирають більш ризиковані варіанти? Відповідь на це питання дають нам ті самі приклади. За вкладення капіталу в один об'єкт маємо 50 шансів із 100 отримати повний (максимальний) дохід. А ось за вкладення капіталу в 10 об'єктів майже не залишається надії на одержання повного доходу, адже (за правилом множення ймовірностей) є також тільки один шанс із тисячі, що всі десять об'єктів одночасно забезпечать удачу. Щоправда, у певних випадках диверсифікація виглядає достатньо привабливою. Ідеться про вкладення капіталу одночасно в два підприємства, що конкурують між собою. Тоді, коли одне з них програє, то друге вже напевно виграє. Переваги й недоліки такого варіанта також можна обрахувати. Нехай відомо, що з імовірністю 0,5 приріст курсу акцій цих двох підприємств коливається в межах від плюс 20 грн. до мінус 10 грн. Варіант перший: капітал повністю вкладається в одне з цих підприємств. Тоді середній дохід становитиме $(20 - 10) \cdot 0,5 = 5$ грн. Другий варіант: половина капіталу вкладається в одне з підприємств, а половина капіталу — в інше. У цьому разі арифметика така сама $(20 - 10) \cdot 0,5 = 5$ грн. Проте йдеться вже не про середній дохід, що допускає відхилення вгору і вниз, а про єдино можливий (гарантований) дохід. Однак і за такої диверсифікації інвестор не може бути абсолютно спокійним. По-перше, вкладаючи капітал тільки в одного з конкурентів, інвестор, хоч і з ризиком, але має "п'ятдесятивідсоткову" надію отримати високий дохід у розмірі 20 грн., а в другому (гарантованому) — ні. По-друге, у нашому прикладі підвищення курсу акцій удвічі перевищує їх зниження. Така ситуація цілком можлива, оскільки на рівень курсу акцій мають вплив найрізноманітніші фактори. Але, якщо в розрахунках виходити з однакових відхилень курсу в обидві сторони (від плюс 20 до мінус 20 грн.), то диверсифікація гарантує лише нульовий дохід: $(20 - 20) \cdot 0,5 = 0$. Після критичних зауважень на адресу диверсифікації віддамо їй належне як одному з позитивних методів в арсеналі фондового ринку. Створений завдяки диверсифікації портфель (набір) цінних паперів різного виду дає змогу компенсувати невдачі з одним видом, успіхами з іншим. При цьому ефект досягається вже за наявності лише 10—15 видів цінних паперів. Та частина ризику, яку можна суттєво зменшити або й зовсім усунути з допомогою

диверсифікації, називається диверсифікованим або несистематичним ризиком. Він становить до 50% загального ризику більшості індивідуальних інвесторів. Решта — це так званий систематичний ризик. У світовій практиці відомий показник бета (β), яким вимірюють величину систематичного ризику. Він виражає ступінь нестійкості доходів на певний вид цінних паперів стосовно доходів на “середній”, добре диверсифікований портфель цінних паперів. Бета для “середньої акції” береться за 1,0. Якщо $\beta = 0,5$, то це значить, що нестійкість даної акції становить лише половину ринкової, тобто її курс буде зростати або знижуватися наполовину порівняно з ринковим. Це означає також, що портфель таких акцій буде вдвічі менше ризиковим, ніж портфель акцій з бета, що дорівнює 1,0. Бета для цінних паперів розраховується як відношення коваріації доходів з цінних паперів і ринкового портфеля інвестицій до коваріації доходів з ринкового портфеля (коваріація обчислюється як добуток стандартної девіації доходу на цінні папери певної групи і стандартної девіації доходу на весь портфель). У популярній економічній літературі можна натрапити на вислів “розумний ризик”. На жаль, такого ризику не буває. Якщо розрахунки, виконані за канонами теорії ймовірності, показують, що на успіх випадає 40 шансів із 100, а на неуспіх — решта 60, то від того, чи вважаєте ви ці 40 шансів розумними або ні, рівень ризику не зміниться. Ризик — це завжди ризик. А “розумним” має бути не він, розумним має бути рішення ризикнути. Та й це як для кого. Можна покласти гроші в солідний банк і спокійно отримувати 5%, нічим не ризикуючи, а можна купити акції в розрахунок на 40% і потім одержати великий куш або втратити весь капітал. Рішення залежатиме від складу характеру й уподобань людини. Але треба ще і ще раз підкреслити: обережність і поміркованість, хоч і є повсюдно шанованими чеснотами, навряд чи можуть претендувати на роль головних рушійних сил фондового ринку. Не випадково в авангарді технічного прогресу в усьому цивілізованому світі йдуть венчурні фірми, назва яких походить від англійського “ризикове підприємство”. Вони впроваджують у життя технічні нововведення. І якщо з десяти нововведень вдалим будуть лише три, то навіть такий скромний результат посуне далі технічний прогрес. У цьому ж контексті хотілося б “реабілітувати” і слово “авантюра”. Трохи, на жаль, призабуте нині первісне значення цього слова — смілива операція, зв’язана з підвищеним ризиком (франц. “авантюра” означає “пригода”). Відтак авантюрист — не пройдисвіт, а піонер, що торує незвідані шляхи. Можливо, саме це має на увазі президент процвітаючої англо-канадської компанії “Гудзонова затока”, заснованої ще в середині XVII ст., коли він у наші дні за традицією відкриває чергові щорічні збори акціонерів словами: “Панове авантюристи!..” Процес і результати обґрунтування фіксуються документально. Для цього розробляються ТЕО (техніко-економічні обґрунтування), інвестиційні проекти і бізнес-плани. Бізнес-плани та інші названі документи є різними й різниця зумовлюється передовсім цілями їх опрацювання. Однією з таких цілей є залучення інвесторів. На зміст, структуру й форму інвестиційних бізнес-планів впливають такі фактори, як предмет обґрунтування, галузь вкладення капіталу, можливі джерела коштів для вкладення, масштаб проекту, розмір необхідних інвестицій, вимоги та умови інвестора (інвесторів), наявність первісної інформації, навіть місцеві традиції написання таких документів. Тому не варто пропонувати лише один обов’язковий “універсальний” шаблон інвестиційного бізнес-плану. А от рекомендації щодо типової структури цього важливого

документа будуть не зайвими. Зробимо це на прикладі інвестиційного бізнес-плану, запропонованого київською фірмою “Фінанс-оптимум”. Основному змістові бізнес-плану передують титульний аркуш і презентація. На титульному аркуші подаються основні відомості про підприємство-емітент, яке склало бізнес-план, підписи посадових осіб, печатки, дата та інші офіційні реквізити. Презентація — це резюме, короткий виклад усього бізнес-плану, образно кажучи, “увертюра”, в якій звучать усі докази щодо вигоди й надійності вкладання коштів у даний об’єкт чи даний проект. Основна частина бізнес-плану (не менше 80% обсягу) включає такі розділи: підприємство (1), продукція (2), попит (3), ресурси (4), виробництво (5), вартість (6), управління (7), фінанси (8). У розділі “Підприємство” описується галузь, регіон, діюче або створюване підприємство. Інформація цього розділу має повідомити потенційному інвесторові відомості про ту юридичну особу, з якою він працюватиме: форма власності, засновники, історія підприємства, профіль діяльності, структура, місцезнаходження його виробничих потужностей тощо. У розділі “Продукція” розкривається сутність продукції, що випускається і пропонується: номенклатура, технічна характеристика, відповідність стандартам, технічні переваги порівняно з аналогами, основні показники продукції, які мають забезпечити її конкурентоспроможність. У розділі “Попит” викладаються дані (в основному цифрові), на підставі яких можна скласти уявлення про існуючу й перспективну потребу цієї продукції на внутрішньому й зовнішньому ринках, баланс виробництва і споживання, ринкову кон’юнктуру, сегменти конкурентів на ринку продукції даного типу, посередників зі збуту та ін. У розділі “Ресурси” бажано показати реальні виробничі можливості підприємства освоїти нову продукцію, зокрема: засоби праці (обладнання, виробничі площі, технічна озброєність праці, відтворення основних фондів тощо), предмети праці (джерела постачання сировини і комплектуючих), трудові ресурси (склад за професіями, кількість, підготовка кадрів, соціальна сфера), оплата праці. Розділ “Виробництво” містить такі дані: виробничі потужності, схема виробничого процесу, цехова структура, “вузькі місця” у виробничому процесі та способи розв’язання наявних проблем, основні технології, рівень механізації та автоматизації, інфраструктура (допоміжні структури, транспорт, ремонтне господарство, енергетичне господарство та ін.), екологічний стан, кооперування. Особливу увагу треба приділити ефективності виробництва, з’ясуванню того, має воно екстенсивний чи інтенсивний характер, ритмічності роботи, продуктивності праці та іншим аналогічним показникам. Розділ “Вартість” присвячено питанням собівартості продукції, кошторису виробництва, накладним витратам (обов’язково!), ефективності споживання продукції, динаміці цін на ринку, рентабельності продукції, підвищенню конкурентоспроможності. Спеціально виокремлюються фактори ціноутворення, ціни на продукцію конкурентів, аналіз цінової кон’юнктури. У розділі “Управління” подаються відомості про організаційну структуру підприємства, схему управління, про менеджмент, внутрізаводське планування, стимулювання праці, систему соціального страхування, маркетингову службу, механізм збуту продукції, організацію рекламної справи й сервісу для споживача. Розділ “Фінанси” є джерелом такої інформації: структура активів і пасивів підприємства, показники ліквідності, фінансові результати діяльності (за роками), оборотність обігових коштів тощо. Після того як підготовлено основний розділ бізнес-плану,

присвячений об'єкту інвестиції (підприємству та його продукції), необхідно в окремій його частині під назвою "Пропозиція" викласти те, що пропонується потенційному інвесторові. У цій частині в розділі "Пропозиція про інвестицію" формулюються інтереси підприємства (чого воно хоче і на яких умовах) та інтереси інвестора, які підприємство-емітент може задовольнити через раціональне використання одержаного капіталу та забезпечення надійності вкладу. У розділі "Пропозиція про співробітництво" обґрунтовано доцільність спільної діяльності (емітент-інвестор) у сфері приватизації, проектування, будівництва, виробництва продукції, її реалізації, надання послуг і координації фінансових заходів. До бізнес-плану додаються документи, що підтверджують дані та аргументи на користь фондової угоди. Якщо інвестиційний бізнес-план — продукт діяльного емітента, то аналіз фінансового стану емітента — це вже особиста ініціатива обережного інвестора.

4.2 Аналіз фінансового стану емітента

Зрозуміло, що інвестор не байдужий до надійності цінного паперу, який він збирається придбати. Але ще більше його інтересує надійність того, хто цей папір, випускає і хоче продати. Адже можна придбати цінний папір ідеальний за характеристиками, але через нездатність емітента успішно працювати можна, сподіваючись на дивіденти, раптом втратити свій капітал. Інвесторові просто необхідна найповніша інформація про фінанси емітента для того, щоб упевнитися в надійності вкладу. У свою чергу, емітент (у всякому разі — порядний емітент) не менше за інвестора заінтересований у наданні повної та вірогідної інформації про свій фінансовий стан. Одне з головних правил ринкової економіки: "нема довіри — нема капіталу". Заінтересованими є обидві сторони і справа тільки за методологією та організацією аналізу. У нашому випадку мета аналізу цілком зрозуміла — перевірка підприємства як емітента цінних паперів. Аналіз має переконати інвестора в тім, що емітент здатний виконати всі зобов'язання, котрі він бере на себе у зв'язку з емісією цінних паперів і укладеними угодами. Джерелами первісної інформації для проведення аналізу є офіційні дані бухгалтерського обліку й звітності підприємства з можливим залученням документів, що розшифровують і доповнюють указані дані (кошторисів, калькуляцій, планів, документів первісного обліку). Крім того, стороння організація, з якою укладено договір на проведення аналізу, може робити власне обстеження й фіксацію потрібних елементів і процесів діяльності підприємства. Інформація для аналізу і сам аналіз складаються із показників: економічних, виробничих, технічних, комерційних — кожний з яких характеризує (репрезентує, виражає) певний бік елемента або процесу господарської діяльності. За порядком обчислення показники поділяються на засадні й похідні. Перші обчислено на підставі документів, що не належать до офіційної номенклатури економічних документів підприємства (урядові постанови, укази, закони, інструкції керівних організацій тощо). Похідні показники обчислюються на підставі засадних. Для обчислення похідних показників застосовуються різні математичні способи як найпростіші (віднімання, ділення), так і більш складні (піднесення до степеня, добування кореня, розв'язування систем рівнянь). Засадні показники є тільки в офіційних номенклатурних економічних документах підприємства (бухгалтерських, облікових, планових і звітних). Похідні показники також можуть бути в названих документах, але більша частина їх розраховується поза цими документами з метою використання лише для контрольних та аналітичних цілей. За формою вираження показники

поділяються на абсолютні та відносні. Більшість абсолютних показників є засадними, але можуть бути також і похідними. Відносні показники переважно є похідними. Абсолютні показники звичайно мають вартісне вираження (як правило, в національній валюті, іноді — в іноземній), але за необхідності для їх вираження застосовуються натуральні одиниці виміру. Відносні показники переважно виражаються у формі коефіцієнтів, часток, питомої ваги, відсотків та інших безрозмірних величин. Наприклад, як відносний показник розглядають дохід у розрахунку на одного акціонера. Відносним показником є також питома вага кумулятивних привілейованих акцій у загальній їхній кількості (у цьому разі йдеться про виокремлення частки з певної множини). Основним методологічним прийомом оцінення та аналізу фінансового стану є порівняння показників, коли різними способами зіставляються базовий показник і той, що аналізується. В аналізі використовується певна база порівняння, тому правомірно говорити про порівняльний характер аналізу або про порівняльний аналіз. Для оцінення та аналізу фінансового стану емітента застосовуються такі типи баз порівняння: 1. Показники даного підприємства за минулий період. 2. Показники інших підприємств аналогічного профілю. 3. Нормативні показники. Розглянемо кожний із цих типів окремо. Для порівнювання баз першого типу використовуються показники за календарний рік (квартал чи місяць), а також за певний минулий період, у тім числі: а) попередній рік (щодо року, за яким аналізуються показники); б) перший (початковий) рік певного періоду; в) заданий умовами аналізу рік; г) рік, що в ньому даний показник був найкращим; д) рік, що в ньому даний показник був найгіршим; е) рік, що в ньому даний показник був середнім; є) період (кілька років поспіль) із середнім рівнем показника. Результати порівняння з базою за минулий період використовуються передовсім для оцінення змін, що відбуваються, — виявлення динаміки, темпів, тенденцій та закономірностей стосовно даного показника на даному підприємстві. Прикладом може бути розрахунок темпу приросту реальних активів (основних і оборотних коштів) за формулою: $P_a = (A_i - A_{i-1}) / A_{i-1} = (A_i / A_{i-1}) - 1$, де P_a — темп приросту активів; A_i та A_{i-1} — активи відповідно за рік, що аналізується, і попередній. Порівняння з показниками інших підприємств (вітчизняних або зарубіжних) аналогічного профілю (другий тип) ґрунтується на таких базах порівняння: а) визначене (задане) підприємство; б) підприємство з найліпшим показником; в) підприємство з найгіршим показником; г) підприємство з середнім показником (за період); д) середній показник у групі підприємств або в країні, галузі чи регіоні. Результати порівняння з іншими підприємствами уможливають оцінювання фінансової стійкості (конкурентоспроможності) даного емітента на фондовому ринку й на загальному ринку. Порівняння з нормативними показниками (третій тип) виконується із залученням таких баз порівняння: а) положення законів і нормативних актів; б) нормативи — власні, галузеві, загальнодержавні; в) стандарти, в тім числі міжнародні; г) планові або прогнозні показники; д) умови та вимоги, що впливають із договірних відносин. Порівняння може охоплювати всі три типи баз порівняння і створювати своєрідні ланцюжки виробничих показників. Візьмімо, наприклад, два абсолютні за формою показники — прибуток і собівартість продукції на даному підприємстві в даному році. Співвідношення між ними створює відносний похідний показник — рентабельність продукції (це перше порівняння). Рентабельність продукції

даного року порівнюємо з аналогічним показником попереднього року й матимемо фактичний темп зростання рентабельності продукції на даному підприємстві (друге порівняння). Отриманий показник темпу можна порівняти з аналогічним показником іншого підприємства або з середнім показником у галузі (третє порівняння), в результаті чого ми знатимемо, наскільки наше підприємство за темпами зміни рентабельності випереджає конкурентів або відстає від них. За бажання можна вийти на ще одне (четверте) порівняння, якщо порівняти показник випередження або відставання в даному році з аналогічним показником у минулому. Ланцюжок порівнянь можна спрямувати й іншим шляхом, якщо темп зростання рентабельності продукції (результат другого порівняння) зіставити з аналогічним плановим показником на даний період. У результаті такого порівняння отримаємо показник виконання планових темпів зростання рентабельності. Далі цей показник зіставимо з аналогічними показниками в попередніх роках і матимемо певну динамічну картину, яка теж може бути корисною для аналізу господарської діяльності. Аналогічні ланцюжки можна збудувати й на підставі будь-яких інших вихідних абсолютних показників, що збільшує і без того велику кількість похідних показників. Особливе місце в системі аналізу фінансового стану належить нерівностям, побудованим на застосуванні лімітів та обмежень. Вони дають змогу характеризувати конкретну суть показника, зокрема показати його оптимальність чи екстремальність. Прикладом такого аналітичного прийому може бути визначення умов створення ліквідності балансу. Баланс можна вважати абсолютно ліквідним, коли він відповідає таким нерівностям: $(A1 + A2) > П1$; $A3 > П2$; $A4 > П3$, де $A1$, $A2$, $A3$ та $A4$ — відповідно активи, що швидко, середньо, повільно та важко реалізуються; $П1$, $П2$ і $П3$ — відповідно короткотермінові, довготермінові та постійні пасиви. Нагадаємо, що ліквідність означає мобільність активів підприємства, котра уможливорює безперешкодне здійснення платежів кредиторам та виконання інших фінансових зобов'язань. На фондовому ринку — це один з основних показників надійності та якості цінних паперів, що характеризує можливість швидкого перетворення їх на готові гроші без втрат для власника. Не лише цінні папери, а й усі види активів мають той чи інший рівень ліквідності: одні з них швидко й легко можна перетворити на готівку, інші — важко реалізуються на ринку. Для пасивів аналогічною характеристикою є терміновість погашення (повернення) коштів. Що скоріше можна реалізувати активи і що пізніше потрібно повертати пасиви, то вищим є фінансовий рейтинг підприємства, то мобільнішим є воно у своїх фінансових зобов'язаннях. Загальноприйнятим є таке групування активів за ступенем ліквідності і пасивів за термінами їх погашення. Активи 1. Активи, що швидко реалізуються: готівка в касі, розрахунковий рахунок у банку, валютний рахунок у банку, інші рахунки у банку, інші кошти, короткотермінові фінансові вкладення, ринкові цінні папери, розрахунки з дебіторами за вексями. 2. Активи із середнім строком реалізації: товари відвантажені, послуги зроблені, рахунки до одержання дебіторської заборгованості, розрахунки з дебіторами, у тім числі з бюджетом, з дочірніми підприємствами, з персоналом. 3. Активи, що повільно реалізуються: матеріальні й виробничі запаси, незавершене виробництво, готова продукція на складі (товари невідвантажені), витрати майбутніх періодів. 4. Активи, що важко реалізуються: основні фонди (з вирахуванням зносу), незавершене будівництво та інші незавершені капітальні вкладення, інші довготермінові фінансові

вкладення, у тім числі нематеріальні. Пасиви 1. Короткотермінові пасиви: короткотермінові кредити банку, розрахунки з кредиторами, у тім числі з постачальниками за акцептованими документами, розрахунки з бюджетом, векселі до оплати, розрахунки із заробітної плати, розрахунки з бюджетом, накопичені непогашені заборгованості, інші поточні пасиви. 2. Довготермінові пасиви: довготермінові кредити банку, довготермінові позичкові кошти, відстрочені податки, облігації, інші непогашені зобов'язання. 3. Постійні пасиви: статутний фонд, амортизаційний фонд, знос основних засобів, резервний фонд, доходи майбутніх періодів, нерозподілений прибуток. Структура активів за ступенем ліквідності й пасивів за термінами погашення визначається перегрупуванням статей балансу за поданою вище класифікацією, що, у свою чергу, дає змогу скласти "ліквідний баланс". Практикуються також інші перегрупування звітного балансу, серед яких на особливий інтерес заслуговує порівняльний аналітичний баланс-нетто. У ньому окремими групами виділено: в активі — основні засоби та вкладення (1), запаси й витрати (2), грошові кошти, розрахунки та інші активи (3); в пасиві — джерело власних коштів (1), кредити та інші позичкові кошти (2), розрахунки та інші пасиви у вигляді кредиторської заборгованості (3). Первісна інформація про фінансовий стан емітента дає досить широкі можливості для поглибленого аналізу. І ці можливості досвідчений аналітик використовує так само широко — досліджується та оцінюється профіль і масштаби діяльності підприємства, організаційно-технічний рівень виробництва, рентабельність, фінансова стабільність, ефективність використання активів (фондовіддача), продуктивність праці, ліквідність і платоспроможність, перспективи ринку збуту продукції, інші аспекти господарювання, виробничої та комерційної діяльності. І на цій підставі визначається привабливість інвестування в цінні папери. У процесі аналізу, що має переважно ретроспективний характер, виконується також робота з прогнозування основних фінансових показників, що цілком природно для прийняття обгрунтованого рішення про довготермінові вкладення капіталу. Горизонт планування однаково важливий як для емітента, так і для інвестора. Самі ж прогнози можуть набирати форми індикативних планів, які є орієнтирами для поточного планування. Предметом аналізу звичайно є ціни, причому не тільки їх рівень, а й характер. Зокрема, треба виявити динаміку: абсолютних цін, що відбивають вартість продукції в грошовому виразі; відносних цін, що виражають вартість даної продукції через вартість іншої продукції; постійних цін, що мало реагують на інфляцію; поточних цін, які реагують навіть на найменшу інфляцію. Фінансовий добробут підприємства прямо зв'язаний із прибутком. Тому "вістря" аналізу звичайно спрямовується на виявлення резервів збільшення прибутку, які могли б додатково заохотити інвестора. Як відомо, прибуток зростає, коли: — знижується собівартість продукції; — підвищується ціна продукції внаслідок підвищення її якості; — збільшується обсяг випуску й реалізації продукції (ефект досягається завдяки зниженню в собівартості одиниці продукції частки постійних накладних витрат); — переглядається номенклатура (асортимент, сортамент, типорозміри) продукції, що випускається, для зняття з виробництва малорентабельної та розширення випуску високорентабельної продукції; — усуваються причини появи збитків, що відносяться на рахунок прибутків, і збитків, які покриваються за рахунок прибутку. На всі ці фактори аналітик звертає якнайпильнішу увагу, розглядаючи

одночасно заходи, які планує емітент для раціонального використання не тільки резервів збільшення прибутку, а й самого прибутку. Зарубіжні експерти звертають увагу на аналіз зв'язку між пос-тійними витратами виробництва та витратами на маркетингову діяльність, з одного боку, і зміною рівня прибутковості підприємства — з іншого. Однією з форм реалізації цього напряму аналізу виявилось, зокрема, опрацювання київською фірмою “Фінанс-оптимум” відповідної економічної моделі (автор Г. М. Крупський), яка за допомогою комп'ютерно-програмного забезпечення уможливорює оптимізацію багатьох параметрів виробництва. Показники фінансової діяльності з метою аналізу використовуються по-різному — залежно від їхньої ролі у досягненні загальних цілей аналізу. Є показники, які застосовуються майже в усіх видах аналізу (“чергові” показники), є такі, що застосовуються вряди-годи, є якісь виняткові, унікальні показники... Перше завдання кожного аналітика — визначення загальної кількості й складу застосовуваних показників. Це завдання не з легких, хоча б тому, що показників, які можна так чи інакше використати в аналізі, безліч. Самі тільки бухгалтерські, калькуляційні та звітні документи містять сотні показників в абсолютному вираженні. Ще більше похідних (відносних) показників, які отримують, порівнюючи пару абсолютних показників. Нескладний підрахунок доводить, що за наявності тільки 140 абсолютних показників (насправді їх набагато більше) можна формально одержати 10000 таких пар. Припустімо навіть, що 90% з них не мають суттєвого економічного змісту. Тоді залишається 1000 пар показників. Нехай 90% з цієї кількості також не мають прямого відношення до аналізу фінансового стану емітента. Залишається, таким чином, 100 пар показників. З них потрібно відібрати найважливіші, а після відбору проранжувати, встановити їхню пріоритетність відносно один одного. Методику такого відбору пропонуємо далі. Під час формування набору відносних показників для оцінки та аналізу фінансового стану емітента слід брати до уваги (наприклад, готуючи документи для іноземних інвесторів) положення методології обґрунтування інвестицій, розроблені ЮНІДО (United National Industrial Development Organization). Ця методологія є міжнародним стандартом, який особливо важливий для економіки країни в період її переходу до ринкових відносин. Ознайомлення з показниками, які пропонуються ЮНІДО, має не лише пізнавальне, а й практичне значення для формування арсеналу засобів оцінення та аналізу фінансового стану емітента. Подамо деякі рекомендації ЮНІДО щодо складу фінансових показників. З-поміж рекомендованих відносних показників ЮНІДО першим називає коефіцієнт відношення довготермінових позичкових коштів до акціонерного капіталу, який показує ступінь фінансового ризику як для акціонерного, так і для позичкового капіталу. Цей коефіцієнт показує також, як залишок невиплаченого боргу покривається повними активами фірми. На практиці відношення заборгованості до акціонерного капіталу становить здебільшого 50 : 50, але застосовуються й інші відношення, наприклад 33 : 67 або 25 : 75. Інвестору рекомендується брати до уваги, що чим меншим є акціонерний капітал фірми, тим вищим буде дохід на одну акцію, тому бажані високі значення цього коефіцієнта, оскільки це дає можливість користуватися акціонерним капіталом як важелем і контролювати інвестиційні проекти навіть за порівняно невеликого розміру вкладеного капіталу. Проте зі збільшенням частки позичкових коштів збільшується фінансовий ризик і саме тому слід знаходити оптимальні співвідношення між

величиною ризику та величиною позичкового капіталу. Цим, зокрема, керуються великі інвестори, вимагаючи, щоб позичальник вкладав в інвестиційний проект не менше половини власних коштів. Коефіцієнт покриття (загальний коефіцієнт ліквідності). Цей коефіцієнт обчислюється діленням поточних активів на короткотермінові зобов'язання і виражає короткотермінову платоспроможність. Допускається заносити оборотні кошти в поточні пасиви. Проте цей показник здатний увести в оману, якщо товарні запаси, котрі входять до складу оборотних коштів, не реалізуються за готівку. Тому ЮНІДО радить звертатися до додаткової характеристики через розрахунок коефіцієнта абсолютної ліквідності (загального покриття балансу), який отримують діленням готівки (плюс ліквідні цінні папери і дисконтовані рахунки до одержання) на короткотермінові зобов'язання (кредити та інші пасиви). Методика ЮНІДО пропонує такі діапазони прийнятних значень названих коефіцієнтів: коефіцієнт покриття — 2,0—1,2; коефіцієнт абсолютної ліквідності — 1,2—1,0. У всякому разі, як підтверджує практика, опускати нижче 0,2 не слід. Коефіцієнт покриття довготермінових зобов'язань. Коефіцієнт обчислюється діленням надходження готівки на величину боргу, що виплачується (відсоток плюс погашення основної суми). Прийнятним є діапазон 1,5—3,0. Коефіцієнт співвідношення між дебіторською і кредиторською заборгованістю. Мається на увазі частка від ділення суми на рахунках до оплати або, інакше кажучи, відношення суми коштів, короткотермінових цінних паперів і дебіторської заборгованості до короткотермінових зобов'язань. Цей показник дає змогу виявляти дисбаланс у вигляді занадто активної промислово-торговельної діяльності за браку готівки. Рекомендований інтервал: 0,5—0,8. Співвідношення між кількістю зайнятих та інвестиціями. Це співвідношення використовується за оцінювання альтернативних технологій. Якщо порівнюються варіанти з неоднаковою продуктивністю праці, то ліпше користуватися співвідношенням між повними витратами на персонал та інвестиціями. Щодо продуктивності персоналу, то для цього користуються звичайним способом: вартість виробленої продукції співвідносять із витратами на персонал. Капіталовіддача. Цей показник виражають через обсяг річного випуску продукції, створеної в результаті інвестування одиниці капіталу. Оборотність товарних запасів. Цей показник служить мірою маркетингових можливостей керівництва підприємства. На ньому позначаються галузеві особливості, але за інших однакових умов чим швидший оборот, тим ліпше для фінансового стану підприємства. Серед інших показників ЮНІДО рекомендує (для порівнювання ефективності інвестиційних проектів) визначати прибутковість продажу, обчислюючи валовий або чистий прибуток як відсоток від річного продажу. Важлива роль належить такому показникові, як індекс дохідності, що його називають також коефіцієнтом чистого дисконтованого доходу. У зв'язку з цим нагадаємо читачеві про сам метод дисконтування. Широко застосовуваний метод дисконтування дає можливість встановлювати сучасний фінансовий еквівалент майбутньої грошової суми (витрат або доходів). Інакше кажучи, можна зменшити цю суму на дохід, що наростає за певний термін згідно з правилами складних відсотків. Наприклад, якщо в даний момент вкладаються гроші в розмірі 100 грн. під 10% річних, то через рік вкладник отримає: $100(1+0,1) = 110$ грн. Наступного року сума становитиме: $100(1+0,2)^2 = 121$ грн. У загальному вигляді процес реінвестування можна записати так: $S_b = S_n \cdot (1 + p)^n$, де S_b — вартість, що її буде отримано; S_n —

нинішня вартість майбутніх періодів; p — відсоткова ставка; n — кількість років, за які підбивається підсумок. Знаючи вартість, яку належить одержати, і відсоткову ставку, можна визначити нинішню вартість, перетворивши подану вище формулу: . Нинішня вартість передбачуваної в майбутньому грошової суми буде тим нижча, чим вища відсоткова ставка і довший термін, необхідний для її отримання. Дисконтування є способом обліку фактора часу і є потрібним, оскільки одержувані підприємством у різні роки функціонування інвестиційного проекту гроші нерівноцінні: гроші, отримані, наприклад, першого року є “ціннішими” порівняно з грошима, одержаними (які будуть одержані) другого і, тим більше, в наступні роки, через те, що перші можуть бути випущені негайно в господарський оборот (або покладені на депозит у банк), а тим самим даватимуть їхньому власникові певний дохід іще до того, як надійде друга партія грошей. Для оцінки й аналізу фінансового стану емітента дисконтування застосовують так. Обчислюється чистий і дисконтований дохід (D) за формулою: де P_t — чистий потік реальних грошей в t -му році; P — норма дисконту; $(1+P)^t$ — коефіцієнт зрівноваження в t -му році. Річний чистий потік реальних грошей дорівнює різниці між річними припливами і відтоками реальних грошей, що їх забезпечує (і потребує) даний інвестиційний проект. Ця різниця дисконтується на момент початку здійснення проекту. За норму дисконту (відсоткову ставку за дисконтування) беруть відсоткову ставку на банківські депозити або ставку надання банківського кредиту чи індивідуальні нормативи, що враховують як фінансовий стан конкретного підприємства, так і зовнішні умови, у тім числі кон'юнктуру ринку збуту його продукції. Норму дисконту може бути збільшено за рахунок, по-перше, так званої премії за ризик, коли надійність вкладення капіталу є невисокою, по-друге, коефіцієнта, який компенсує інфляційну складову. Розглянемо конкретний приклад. Припустимо, що норма дисконту становить 0,2 і що розрахований (очікуваний) потік грошей становитиме в 1998 р. 100 тис. грн., в 1999 — 130 тис. грн., в 2000 — 150 тис. грн. і в 2001 р. — також 150 тис. грн. Коефіцієнт зрівноваження в 2000 р. дорівнюватиме $(1 + 0,2)^2 = 1,44$. Аналогічно розраховують коефіцієнти і для інших років — першого, другого і четвертого. Тепер потрібно потоки грошей у кожному році розділити на відповідний коефіцієнт зрівноваження. Результати розрахунків показано в табл. 22. Таблиця 22 ДИСКОНТУВАННЯ ПОТОКУ ГРОШЕЙ Роки Коефіцієнт зрівноваження Потік грошей до зрівноваження, тис.грн. Потік грошей після зрівноваження, тис.грн. 1998 1,000 100 100 1999 1,200 130 108 2000 1,440 150 104 2001 1,728 150 89 Усього 530 401

ЮНІДО розробила комп'ютерну модель для підготовки техніко-економічних обґрунтувань інвестиційних проектів (КОМФАР). В Україні інвестиційні бізнес-плани складаються відповідно до рекомендацій цієї авторитетної міжнародної організації. Як приклад нижче подаються показники фінансового стану одного з київських підприємств. Склад показників і способи обчислення відповідають стандартам ЮНІДО (в дужках показано фактичні значення показників, які коливаються в допустимих межах і свідчать про сприятливі умови вкладення капіталу в це підприємство). • Рентабельність активів (ROA): відношення чистого прибутку до активів (14,3 — 54,3%). • Рентабельність власного капіталу (ROE): відношення чистого прибутку до власного капіталу (19 — 57%). • Рентабельність інвестицій (ROI): відношення чистого прибутку до суми власного капіталу та довготермінових пасивів (16 — 56%). • Рентабельність інвестованого

капіталу (ROIC): відношення балансового прибутку до суми власного капіталу, довготермінових і поточних пасивів (14 — 56%). • Рентабельність продажу (ROS): відношення чистого прибутку до чистого обсягу продажу (6,5 — 20%). • Коефіцієнт оборотності запасів (IT): відношення чистого обсягу продажу до товарно-матеріальних запасів (39 — 66%). • Коефіцієнт заборгованості (DR1): питома вага довготермінових і поточних позичок у сумі активів (не більше 70%). • Коефіцієнт заборгованості (DR2): відношення довготермінових позичок до власного капіталу (не більше 100%). • Коефіцієнт поточної ліквідності (current ratio): відношення поточних активів до поточних пасивів (не нижче 1,5). • Коефіцієнт критичної оцінки (quick ratio): відношення ліквідних активів до поточних пасивів (не нижче 1). • Коефіцієнт оборотності надходжень (RT): відношення виторгу від реалізації до дебіторської заборгованості (70 — 75%).

Наприкінці інформації про оцінку та аналіз фінансового стану підприємства-емітента за методологією ЮНІДО наведемо висловлювання відомих популяризаторів цієї методології В. Беренса і П. Хавранека: “Цифри, що є в балансовому звіті, звіті про чистий дохід і в таблицях потоків реальних грошей, дають значну кількість інформації в абсолютних величинах. Для фінансового аналізу звичайно прийнято використовувати кілька загальновідомих показників, які полегшують аналіз і, особливо, порівнювання проектів та їх альтернатив. Рекомендовані ЮНІДО показники використовуються найчастіше. Можна також застосовувати й інші співвідношення, але який би вибір не зробив той, хто оцінює проект, вибраними показниками слід користуватися критично. Сам тільки розрахунок таких коефіцієнтів мало що дасть для оцінки пропонованого проекту, якщо він не супроводжуватиметься інтерпретацією їхніх значень. Аналітики та особи, які приймають рішення, повинні також мати на увазі, що показники самі собою не можуть бути добрими чи поганими — їх слід оцінювати у світлі характеристик відповідної галузі промисловості, типу й меж проекту, а також країни застосування інвестицій” [4]. Така відвертість авторитетних експертів не дає, однак, підстав сумніватися в цінності рекомендацій ЮНІДО. Адже це лише рекомендації, а не закон. Точніше сказати — найліпші можливі рекомендації, оскільки вони ввібрали в себе світовий досвід. Проте загальна теорія та методологія обґрунтування інвестицій ними не вичерпується. Добрі результати досягнуто Світовим банком та Європейським банком реконструкції та розвитку. Ясна річ, що будь-яка методологія підлягає постійному вдосконаленню, тому навіть міжнародну стандартну методику не варто розглядати як щось абсолютне і незмінне. Крім того, у кожній країні є певні особливості економічного розвитку, що також позначається на використанні міжнародних стандартів. Нижче подаються відносні показники, які можуть бути (і є на практиці) доповненням до будь-якої офіційної методики аналізу фінансового стану підприємства.

- Прибутковість інвестицій у звичайні акції: відношення прибутку після сплати податку та дивідендів на привілейовані акції до акціонерного капіталу.
- Прибутковість реальних активів: прибуток після сплати податку та дивідендів на привілейовані акції, віднесений до реальних активів.
- Валовий прибуток з продажу: відношення валового прибутку до вартості продажу.
- Нетто-прибутковість продажу: відношення прибутку після сплати податку та дивідендів на привілейовані акції до вартості продажу.
- Оборот дебіторської заборгованості: відношення продажу в кредит за рік до дебіторської заборгованості на звітну дату.
- Тривалість матеріальних запасів: відношення

матеріальних запасів до середнього обсягу продажу за тиждень. • Тривалість кредиторської заборгованості: відношення кредиторської заборгованості до кількості днів у році. • Відношення пасивів (усього) до зобов'язань перед акціонерами. • Показник заборгованості акціонерам: відношення власного капіталу до загальної вартості активів. • Коефіцієнт автономії: відношення власного капіталу до суми власного капіталу й вартості всіх активів. • Коефіцієнт маневрування: відношення оборотного капіталу, сформованого за рахунок власних і довготермінових позичкових коштів, до власного капіталу. • Коефіцієнт забезпеченості запасів і витрат: відношення оборотного капіталу, сформованого за рахунок власних і довготермінових позичкових коштів, до суми товарно-матеріальних запасів і витрат майбутніх періодів. • Коефіцієнт короткотерміновості відсотків: відношення прибутку до сплати податку й відсотків до річної суми відсотків за борговими зобов'язаннями. • Коефіцієнт покриття грошовими потоками: відношення суми прибутку до сплати податку й відсотків плюс річні платежі з лізингу плюс амортизація до суми річних відсотків за довготерміновими позичками плюс дивіденди на привілейовані акції плюс річні платежі на основний борг. • Прибутковість акції: відношення дивідендів до ринкової ціни акції. • Валова маржа: співвідношення витрат на реалізацію і виторгу від реалізації. • Показник використання позичкових коштів для розвитку: відношення довготермінових боргових зобов'язань з кредитів і лізингу до власного (акціонерного) капіталу. • Коефіцієнт капіталізації: показник капіталізації є сумою акціонерного капіталу й довготермінової заборгованості. У поняття "капіталізація" включаються такі елементи: номінальна вартість усіх випущених даним емітентом акцій, вартість придбаних на фондовому ринку акцій інших компаній, емісійний дохід, а також нерозподілений прибуток, спрямований на збільшення акціонерного капіталу. Відношення одного з названих елементів до загальної величини показника капіталізації дає відповідний коефіцієнт капіталізації. Аналіз фінансового стану підприємства-емітента суттєво поглиблюється в міру вивчення не тільки фінансових (суто фінансових) показників, а й показників, що характеризують різні сторони виробничо-господарської діяльності та ресурсно-технічний потенціал підприємства, тобто всіх тих факторів, які прямо чи опосередковано впливають на фінансовий стан. Показники техніко-економічного рівня зручно згрупувати за такими класами: 1) елементи виробництва; 2) організація виробництва та управління; 3) якість продукції; 4) виробничо-економічна діяльність. Кожний із цих класів складається з певних видів показників, а саме: а) елементи виробництва — засоби праці, предмети праці, праця; б) організація виробництва та управління — використання елементів виробництва, спеціалізація та кооперація, організація праці; в) якість продукції — техніко-експлуатаційні показники, конкурентоспроможність, категорійність; г) виробничо-економічна діяльність — використання ресурсів, рентабельність і ефективність, соціальні та екологічні результати. Техніко-економічна характеристика засобів праці виражається такими показниками: 1) середній вік обладнання підприємства; 2) придатність техніки (ступінь фізичного зносу); 3) питома вага морально застарілого обладнання; 4) коефіцієнт оновлення технічних засобів; 5) питома вага активної частини основних виробничих фондів; 6) питома вага високопродуктивного обладнання; 7) питома вага імпортного обладнання; 8) питома вага модернізованого обладнання; 9) питома вага спеціального

обладнання; 10) технічна (розрахункова) продуктивність обладнання. Співвідношення технічних і трудових ресурсів виражає ступінь технічного переозброєння праці. Для оцінки технічного озброєння використовуються: виробничі фонди; тільки частина виробничих фондів; оборотні фонди; вартість виробничого обладнання; вартість автоматизованого та автоматичного обладнання; вартість електронного обладнання; потужність енергетичних установок; потужність встановленого електроустаткування; виробнича площа. Ці показники відносять до всіх працюючих на підприємстві або лише до робітників. У результаті відповідних обчислень одержують: фондоозброєність, енергоозброєність, технічну озброєність праці і т. д. Велике значення мають показники рівня механізації та автоматизації виробництва. Аналогічні розшифровки можна зробити і щодо інших класів техніко-економічного рівня виробництва. Могутнім апаратом вимірювання й аналізу технічного рівня та якості продукції є кваліметрія. Але це вже предмет окремої спеціальної публікації.

СИСТЕМНИЙ ПІДХІД ДО ВИРІШЕННЯ ПРОБЛЕМ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ

5.1 Теоретичні передумови системного підходу

Розвиток фондового ринку України відбувається за кількома напрямками, які передбачають: формування цінних паперів з новими властивостями та реквізитами; розвиток вторинного ринку; удосконалення процедури та документального супроводу обігу цінних паперів; раціональний розподіл функцій між учасниками фондового ринку; забезпечення конкурентного середовища; створення оптимальної інфраструктури; упорядкування обліку та звітності на підставі репродукування стандартів світового фондового ринку; спрощення процесу оформлення документів на всіх стадіях емісії та обігу цінних паперів; упровадження електронних інформаційних систем; зниження ризику інвестицій у цінні папери; запобігання порушенням правил і норм; узгодження фондового законодавства з іншими (суміжними) державними актами.

Досягнення позитивних результатів у кожному з напрямів зумовлюється розв'язанням відповідних методологічних проблем на підставі системного підходу. Системний підхід — це, власне, методологія застосування способів дослідження систем. Системний підхід базується на загальних принципах, застосовуваних до будь-якої наукової дисципліни, і водночас конкретизується щодо кожної з них. Історія природничих, технічних і суспільних наук накопичила багатий досвід системного підходу до явищ, що вивчаються ними. Саме системний підхід сприяв, наприклад, відкриттю закону всесвітнього тяжіння, створенню періодичної системи елементів, науковій класифікації фауни і флори. Блискучим застосуванням системного підходу є створене В. І. Вернадським учення про біосферу. Успіхи застосування системного підходу в різних галузях знань зумовили потребу узагальнити накопичені й перевірені практикою методичні положення. Перший варіант загальної теорії систем було запропоновано О. О. Богдановим іще 1912 р., але тільки через піввіку дозріли умови для визнання такої теорії за необхідну для дальшого розвитку науки. Саме в цей період загальна теорія систем у викладі Л. фон Берталанфі та інших дослідників системного підходу привернула до себе загальну увагу. Користуючись системним підходом Н. Вінер сформулював основи кібернетики, почала розвиватися теорія інформатики, стало можливим опрацювання та широке застосування електронної обчислювальної техніки. Проте технічні системи мало що дали для вирішення проблем управління суспільними

системами, котрі, як відомо, є найскладнішими формами організації матеріального світу. У багатьох випадках можна було запозичити лише принципи управління технологічними процесами як більш замкнутими і квантифікованими. Потреба управляти багатоплановими системами соціально-економічного розвитку привела до формування системного аналізу, який використовує економіко-математичні методи і на цій підставі формує власний формальний апарат аналізу. Поняття “система” і “комплекс” стали атрибутом економічних реформацій, успіх яких багато в чому визначається тим, наскільки ці поняття реалізуються на практиці. Емісія та обіг цінних паперів завжди розглядалися як певний комплекс, що складається з компонентів, елементів, дій і типів. Саме системний підхід уможливив оформлення фондового ринку в складну та ефективну систему, причому значення такого підходу зростає із розвитком фондового ринку, що надзвичайно важливо на етапах його становлення в країнах з перехідною економікою. Наголос на системному характері розвитку й функціонування фондового ринку зумовлений самою реальністю та новими вимогами до пошуків ефективних засобів його дальшого вдосконалення. Термін “система” має різну місткість і чистоту. Найсуворіші вимоги до нього пред’являє теорія системного аналізу, особливо коли предметом вивчення є високоорганізовані самокеровані системи. У суспільних науках до систем часто відносять і менш компактні утворення, але і в цьому разі те, що віднесено до системи, має відповідати мінімуму обов’язкових вимог. Необхідно передовсім уточнити, що саме створює предмет системи. Безперечно системою є фондовий ринок як такий — з усіма його елементами і проявами. У цьому разі ми маємо справу з системою-реальністю. Реальність даної системи не зменшується тим, що вона досить тісно зв’язана з людським фактором, оскільки фондовий ринок є не природною, а суспільною категорією. У прагненні описати, охарактеризувати систему-реальність будується система-модель, яка тією чи іншою мірою відображає першу. Система-модель уміщує вже не справжні (за складом і кількістю) елементи фондового ринку, а лише показники, що відповідають цим елементам. Система-модель не може бути абсолютно адекватною системі-реальності, оскільки не здатна відтворювати всі подробиці (складові) складного процесу випуску та обігу цінних паперів і не встигає за реальними змінами в системі-реальності. Система-модель тяжіє до адекватності із системою-реальністю, але ніколи такою не стає. Система-модель фондового ринку є статичною моделлю, яка фіксує (реєструє) реальний процес випуску й обігу цінних паперів. Але для того, щоб одержати таку “фотографію”, потрібно володіти певним арсеналом засобів, сукупністю методів і показників, тобто правомірно говорити про третю систему — систему-моделювання. На відміну від статичної системи-моделі система-моделювання є процесом, сукупністю певних дій, що забезпечує з можливою точністю відбиття системи-реальності в системі-моделі. Чим досконаліша система моделювання, тим повніше можна відобразити (репродукувати) реальний фондовий ринок у вигляді системи-реальності. Цілковиту слушність мають відомі вчені з теорії систем І. В. Блау-берг та Е. Г. Юдін, котрі вважають, що пошуки “одного загального визначення поняття “система” навряд чи можна вважати вдачим завданням” [7]. Справді, система завжди характеризується цілою низкою ознак. Перша ознака — система повинна мати структуру, тобто складатися з певної множини складових (елементів, компонентів, частин, розділів), що відрізняються

різноманітністю. Структурованість фондового ринку, який претендує на звання системи, помітно на будь-якому його “розрізі”: цінні папери та їхні похідні; етапи їхньої емісії та обігу; основні учасники фондового ринку, їх функції, права та обов’язки; інфраструктура, види забезпечення фондового ринку. “Компонентами системи можуть бути не тільки речі, але також властивості і стан, зв’язки й відношення, фази, етапи, стадії, цикли і рівні функціонування та розвитку” [35]. Ця установка є справедливою і щодо фондового ринку, який за першою ознакою можна віднести до класу систем, що характеризуються складною багаторівневою структурою. Друга ознака — система повинна бути цілісною, тобто її компоненти мають перебувати в певній взаємозалежності, обумовлюючи один одного, будучи складовими частинами, виступаючи як причини, наслідки чи форми прояву. “Будь-які спроби знайти суть цілісності, залишаючись на рівні елементів, призводять до того, що пізнання втрачає ґрунт об’єктивних факторів” [35]. Система “фондовий ринок” має безліч таких прикладів: опціон входить як складова частина у групу похідних фінансових інструментів; застава є причиною збільшення надійності цінного паперу; брокерська послуга є однією з форм виявлення посередницької діяльності і т. д. Існують зв’язки не тільки всередині кожного “розрізу”, а й між елементами різних “розрізів”, наприклад, зміна функцій реєстратора цінних паперів впливає на характер документального забезпечення системи, а зміна термінів платежу — на уточнення функцій сторін угоди. Третя ознака — система повинна мати чіткі межі, які дають змогу відрізнити те, що входить у неї, від того, що не входить. І хоча “у багатьох випадках неможливо чітко розділити всі елементи системи на внутрішні та зовнішні” [40], усе-таки це потрібно робити, без огляду на певну умовність встановлення таких меж. Це передовсім стосується меж самого фондового ринку, які уможливають відокремлювання його від суміжних ринків — грошового, фінансового, товарного та ін. Четверта ознака — кожна система має перебувати в певній ієрархії систем. Стосовно фондового ринку це означає, що він входить у склад фінансового ринку, а фінансовий ринок, у свою чергу, входить у загальний національний ринок. Ієрархія поширюється не тільки вгору, а й униз — фондовий ринок складається з ринку акцій, ринку облігацій, ф’ючерсного ринку тощо. У свою чергу, ринок облігацій розподіляється на ринок державних, муніципальних, кооперативних облігацій. Збільшення порядку системи, тобто підвищення її ієрархічного рівня, створює ефект її цілісності. П’ята ознака — система мусить мати певний набір функцій, на що прямо вказують теорії систем [34]. Групування функцій усередині фондового ринку здійснюється за різними “розрізами”: визначені функції має кожний суб’єкт фондового ринку, кожний етап випуску та обігу цінних паперів, кожний контролюючий орган. Класифікація функцій уможливорює формування комплексної технології обігу цінних паперів. Шоста ознака — система повинна мати цільову налаштованість, тобто мати певну ціль або набір цілей, досягнення яких забезпечує її функціонування. Системний аналіз передбачає генеральну ціль в ієрархії (дереві) цілей і завдань, розв’язання яких забезпечує досягнення такої генеральної цілі. Цільову спрямованість, властиву фондовому ринку, зв’язано передовсім із тим, що цілі учасників ринкових відносин, котрі визначаються їхніми інтересами, не повністю збігаються і можуть входити в суперечність, що підтверджується наявністю служби арбітражу. Сьома ознака — системі має бути притаманна здатність до розвитку, удосконалення і тим самим

до самозбереження. Життєздатність системи забезпечується динамічною постійністю названих вище ознак: постійністю — бо з часом вони не розчиняються в масі характеристик інших систем, і динамічністю — бо вони змінюються лише в процесі модифікування системи за іманентними закономірностями. Кількадесят років розвитку світового фондового ринку запевняють як у стійкості та незмінності багатьох його елементів, які стали класичними, так і в постійному рухові вперед, згідно з новими запитами і новими можливостями економіки (можна лише дивуватися, наскільки вони безмежні). Ускладнюючись у своєму вдосконалюванні, фондовий ринок прагне спрощень, де тільки вони можливі. Таке, здавалося б, суперечливе явище насправді є ознакою високої культури авторів кожної новинки: чи то створення цінного паперу з новими властивостями, чи поєднання функцій одним функціонером фондового ринку. Розвиток фондового ринку супроводжується постійним осмислюванням накопичуваного досвіду. Проте стійкість системи не означає її нерухомості. Навпаки, закріплення та стабілізація досягнутого є лише сходиною для нового етапу розвитку. І якщо фондовий ринок здатний, користуючись загальними принципами й нормами світової економіки, відобразити водночас і особливості якоїсь країни, у цьому потрібно бачити діалектику взаємодії консерватизму і новаторства, інертності та гнучкості, уміле реагування на умови й можливості, які є в конкретній країні. Восьма ознака — система може бути життєздатною, якщо вона буде самонастроюватися, коли їй буде властивий певний автоматизм реагування на зміну ситуації. Такою здатністю фондовий ринок теж володіє. Його самонастроювання полягає в селекції форм і засобів обігу цінних паперів за принципом — прийматиме те, що відповідає запитам економіки. Фондовий ринок сам підказує законодавцям, що потрібно змінювати. Такий “диктат” виявляється в тім, що життєздатними є лише такі закони та інструкції, які об’єктивно необхідні для нормального (з погляду потреб економіки) функціонування фондового ринку. Практика неодноразово запевняла нас у тім, що надумані правила й норми не спроможні керувати фондовим ринком, який згідно з об’єктивними закономірностями і тенденціями розвитку економіки самостійно визначає, що потрібно, а що ні. Мистецтво законодавця і полягає в тім, щоб розпізнати ці закономірності й писати просто про складне (але не навпаки!). Системи, без огляду на їхні спільні риси, є нестандартними. Кожна система має власну специфіку, власне обличчя. Про фондовий ринок, зокрема, можна говорити як про дуже оригінальну систему, котрій нелегко знайти аналог з-поміж інших економічних систем. Перша особливість системи фондового ринку — компромісність моделювання. Паралельне опрацювання “ідеальної” моделі, що створюється на базі сучасної теорії без урахування інформаційних, організаційних, кадрових та інших реалій, і “робочої” моделі, яка менш адекватно відбиває дійсність, але пристосована до наявної конкретики, — усе це найбільше стосується саме фондового ринку. Обидві моделі є необхідними, але потрібно чітко бачити різницю між ними (“що є що”) і потім правильно їх поєднувати, допускаючи певний компроміс між вимогами теорії та можливостями практики. В іншому разі може створитися безглузда ситуація, коли теоретики зайняті створенням ідеальної моделі, а практики змушені працювати наосліп. У літературі з системного аналізу на цю особливість моделювання не раз звертали увагу. “Системний об’єкт звичайно не дається дослідникові прямо, безпосередньо як система, і його системність

схоплюється спочатку лише інтуїтивно” [7]. Ідеальна модель фондового ринку необхідна для того, щоб, опрацювавши робочу модель, заздалегідь передбачити в ній ті положення, які будуть потрібні в майбутньому. Водночас вдало створена робоча модель прискорює просування до ідеальної моделі. Так відбувається їх взаємодоповнення. Друга особливість — репродукування в Україні зарубіжного досвіду випуску й обігу цінних паперів. Репродукувати — значить відтворювати, але (у даному контексті) не копіювати. Репродукування передбачає таке перенесення чогось в нові умови, коли зберігаються головні позитивні якості того, що переноситься, і враховуються умови середовища, в якому воно має функціонувати. Ринкові моделі Заходу, досконало відпрацьовані за тих умов, можуть “прижитися” в нас, але тільки з урахуванням наших можливостей. Відтак ідеться про найповніший (але не бездумний!) трансфер сучасних моделей світового фондового ринку в економіку України. Важливою є не критика самих моделей, а критичне ставлення до можливості отримати такі ж високі результати за наших екстремальних умов. Такий підхід стосується практично всіх основних аспектів фондового ринку — складу цінних паперів, механізму торгівлі ними, процесу посередництва та обслуговування. Третя особливість — оптимізація структури та функцій фондового ринку. Під час вирішення багатьох завдань розвитку й функціонування фондового ринку слід уникати екстремальних позицій і знаходити “золоту середину”. Це стосується, наприклад, визначення міри втручання держави в ділове життя учасників обігу цінних паперів, коли однаково небезпечними є і надмірне втручання (обмежується свобода підприємництва) і надмірне невтручання (створюється середовище для зловживань). Оптимальним має бути й діловодство, забезпечуючи ретельний облік і виключаючи бюрократизацію та тяганину. Продумано треба розподілити функції між учасниками процесу випуску й обігу цінних паперів, оптимально визначити обсяг прав і обов’язків кожного з учасників. Четверта особливість — відкритість фондового ринку як системи щодо суміжних економічних систем, інформатики й технології. Границі цієї системи хоча й чіткі, але в багатьох місцях прозорі. Наприклад, у діяльності з випуску й обігу цінних паперів активну участь беруть комерційні банки; фондовий ринок широко використовує методи, канали та мережі інформаційних систем загального призначення; тісні зв’язки існують між фондовим ринком, з одного боку, та інвестиційною й інноваційною діяльністю — з іншого. Наявність міжсистемних зв’язків зобов’язує керівників і спеціалістів установ фондового ринку оволодівати знаннями із суміжних сфер. Зобов’язує їх до цього й залежність системи фондового ринку від загального стану економіки (один із проявів відкритості системи). Ясна річ, що мало відкрити новий магазин. Потрібно знайти для нього товари. Якою б досконалою не була інфраструктура фондового ринку, але коли через спад виробництва і згорання програми приватизації оборот цінних паперів залишатиметься незначним, то порівняння фондового ринку з порожнім або напівпорожнім магазином буде цілком доречним. П’ята особливість — підвищена роль класифікацій щодо вдосконалення структури й механізму фондового ринку, якому притаманні такі риси, як багатомірність структури та різноманітність складових. Розкласти складові “по полицях” — це одне з найперших і найважливіших завдань системного підходу. “Перша необхідність, яку накладає на нас сам склад нашого розуму, — писав Т. Боуен, — полягає в тім, щоб розшарувати безкінечне

багатство природи на групи і класи речей. Тому перші зусилля за розроблення знань мають бути спрямовані на класифікацію. Згодом може виявитися, що класифікація є не тільки початком, а й вищою точкою людського знання”[39]. Кожна система потребує якогось забезпечення. Це стосується й фондового ринку, для нормального функціонування якого необхідні такі види (форми) забезпечення: 1. Теоретичне: наукові дослідження та прикладні розробки у сфері цінних паперів і фондового ринку, ретроспективний аналіз, виявлення тенденцій і закономірностей, визначення перспектив розвитку. 2. Стратегічне: відстеження процесу соціально-економічного розвитку суспільства, орієнтація на політичні ситуації, відповідність темпів розвитку фондового ринку темпам проведення економічної реформи. 3. Законодавче: підготовка законодавчих і нормативних актів, що регламентують різні сторони випуску й обігу цінних паперів. 4. Юридичне: систематизація нормативно-правових документів, коментарій до них, пояснення й консультації. 5. Економічне: узгодження з інвестиційною політикою, техніко-економічне обґрунтування, фінансування, бізнес-плани, економічне стимулювання, оподаткування, економічний патронаж і протекціонізм. 6. Методологічне: розроблення й застосування методик та інструкцій, що регламентують всі сторони та етапи випуску й обігу цінних паперів. 7. Інформаційне: збирання та обробка інформації про правову базу і зміни на фондовому ринку, його структуру й функції, відомості про партнерів і конкурентів, дані про ціни та обсяги цінних паперів. 8. Маркетингове: вивчення та аналіз фондового ринку країни й зарубіжного ринку, баланси попиту і пропонування цінних паперів, визначення вигідних об’єктів вкладення капіталу та прийнятних джерел його отримання, оцінка й прогноз кон’юнктури, моніторинг на фондових біржах. 9. Документальне: розроблення й застосування бланків, форм, реєстрів, обґрунтування реквізитів документів, документооборот. 10. Математичне: виведення формул функціональної та стохастичної залежності між елементами та явищами фондового ринку, вимірювання часових факторів (дисконтування), використання математичного апарату теорії ймовірності для оцінення ступеня ризику, проведення кореляційних досліджень. 11. Програмне: комп’ютеризація діяльності на фондовому ринку, розроблення програм. 12. Організаційне: структура фондового ринку, схема організації випуску та обігу цінних паперів, субординація, види організаційних компонентів, управління, планування, координація. 13. Технологічне: вироблення раціональних процедур укладання та оформлення угод, проведення торгів, надання посередницьких послуг. 14. Кадрове: підготовка кадрів спеціалістів для фондового ринку, їх перепідготовка та підвищення кваліфікації, пропаганда знань про цінні папери, етичне виховання, психологічне обслуговування. 15. Облікове: бухгалтерський облік, первісний облік, уніфікація облікових документів. 16. Контрольне: контрольні функції, звітність, ревізії, аудит. 17. Рекламне: пошук нових форм реклами, організація рекламної справи, визначення оптимальних витрат на рекламу, оцінення ефекту. 18. Технічне: службові меблі, копіювальна техніка, засоби зв’язку, транспорт, матеріально-технічне постачання. 19. Комунікабельне: культурно-побутові аспекти сфери діяльності на фондовому ринку — житло, охорона здоров’я, освіта, культурні структури, побутове обслуговування, підвищення рівня сервісу в усіх його видах і проявах. Названі види забезпечення фондового ринку як системи мають підвиди, типи, форми, елементи та інші складові, котрі групуються й формалізуються як

класифікатори. Прикладом диференціації певного виду забезпечення може бути перелік функцій з організації та управління фондовою діяльністю. До цього переліку входять: керівництво, підтвердження, відміна, виконання, підтримка, мораторій, участь, сприяння, обмеження, координація, ліцензування, контроль, організація, пролонгація, перевірка, розгляд, реєстрація, ревізія, обслуговування, розповсюдження, експертиза, схвалення, повідомлення, аудит, дозвіл, доповнення, аналіз, узгодження, приймання, оцінення, затвердження, заохочення, візування, відмова, покарання. Види забезпечення фондового ринку взаємозв'язані. Наприклад, юридичне забезпечення впливає із законодавчого, взаємодіють маркетинг та інформаційне забезпечення, комп'ютерні програми базуються на математичних алгоритмах і т. д. Отже, системний підхід уможливорює балансування елементів фондового ринку та забезпечення його оптимальної структури за етапами, виконавцями та функціями. Створюються сприятливі умови для проведення державного аналізу стану функціонування фондового ринку, для запобігання порушенням законів і правил. Але найсуттєвіший результат системного підходу полягає в систематизації цінних паперів, що є підставою для наступного їх моделювання та впорядкування інших сторін фондового ринку.

5.2 Методологічні питання систематизації та моделювання цінних паперів

Кожному, хто займається впорядкуванням та групуванням цінних паперів, доводиться вже вкотре впевнюватися в їхній величезній різноманітності. Досвід світового фондового ринку свідчить, що ця різноманітність з роками збільшується. Ринкова економіка, ускладнюючись, потребує все нових і нових видів цінних паперів, їх модифікацій, що уможливають розв'язання нових завдань фондового ринку. Фондовий ринок України перебуває в стадії становлення й формування, тому освоєння цінних паперів (нових для України і нових узагалі) — завдання першочергове. Воно вирішується (принаймні має вирішуватися) за двома напрямками: по-перше, потрібно продовжувати використання зарубіжного досвіду, репродукування його в наших умовах, згідно з нашими традиціями і можливостями; по-друге, слід самим розробляти нові, прийнятні для нашої країни види цінних паперів. Ігнорувати перший напрям — це означає знову намагатися винайти велосипед. Моделі фондових ринків економічно розвинутих країн є доскональними, апробованими, вивіреними та ефективними. Їх належне використання значно полегшуватиме і спрощуватиме процес розбудови фондового ринку в Україні. Водночас не слід забувати і про другий напрям. Використовуючи лише те, чого вже досягли на Заході, ніколи не можна буде його наздогнати. Передумовою успішного просування в обох названих напрямках повинно бути моделювання цінних паперів, основою якого є їх систематизація з наступною класифікацією. Необхідно чіткіше вичленити реквізити, що виражають їхні властивості та ознаки, упорядкувати термінологію, ув'язати реквізити з цілями випуску й обігу цінних паперів та з інтересами учасників фондового ринку. Далі потрібно виділити й проаналізувати класифікаційні ознаки, на цій підставі визначити контури групування цінних паперів і, нарешті, розробити типові класифікатори. Визначаючи сумісність і несумісність ознак, слід створити технологію моделювання цінних паперів за заданими ознаками та з урахуванням вимог ринку, скласти каталог цінних паперів, підготувати їх типологію, а відтак і розробити макети нових видів цінних паперів. Проблема систематизації цінних паперів є багатопланою, багатоетапною і потребує

тривалого й ґрунтового вивчення. Нині першочерговою є сама проблема вивчення, способи її вирішення. У межах постановки завдання можна коротко визначити суть систематизації цінних паперів, а саме: 1) виявлення, формулювання й групування класифікаційних ознак цінних паперів; 2) виявлення й формулювання стану за кожною ознакою; 3) індексацію (числове шифрування) ознак вивчення стану; 4) розроблення глобального (наскрізного) класифікатора цінних паперів; 5) розроблення збільшених класифікаторів цінних паперів; 6) розроблення класифікаторів за видами цінних паперів; 7) розроблення блочних класифікаторів цінних паперів; 8) розроблення пошукових систем; 9) розроблення аналітичних систем; 10) комп'ютеризацію класифікаторів і систем. Для вирішення поставлених завдань необхідно постійно орієнтуватися на цілі, що їх належить досягти в процесі систематизації цінних паперів. Їх варто розподілити на дві групи: цілі, зв'язані з обслуговуванням законодавчих органів країни, і цілі, зв'язані з обслуговуванням учасників фондового ринку. Перша група включає: 1. Виявлення прогалин (пропусків, "білих плям", неточностей) у нормативно-правових та інструктивних документах щодо формулювань і характеристик цінних паперів та їх різновидів. 2. Виявлення неузгодженостей і суперечностей у вказаних документах. 3. Усунення різночитань нормативних та інструктивних положень, які повинні мати лише однозначне (безальтернативне) тлумачення. 4. Уточнення термінології стосовно цінних паперів. Усунення або впорядкування синонімів та омонімів. 5. Вибір класифікаційних ознак і стану цих ознак для включення їх у назви та визначення цінних паперів. Уніфікація (структуризація) назв і визначень цінних паперів, а також їхніх характеристик та описів. 6. Упорядкування описів цінних паперів різних видів, застосовуваних у світовій практиці, зокрема тих, які можуть бути використані в Україні. 7. Уточнення вимог до грошових (боргових) документів, котрі уможлиблювали б класифікацію їх як цінних паперів. 8. Виявлення засобів для проведення й підвищення ефективності контролю за процесом обігу цінних паперів. 9. Вироблення рекомендацій щодо формування складу реквізитів цінних паперів та їх документального оформлення із застосуванням бланків та електронних систем. 10. Моделювання нових видів цінних паперів із заданими властивостями. Друга група включає: 1. Надання учасникам ринку цінних паперів відомостей, які містять повну характеристику (за всіма класифікаційними ознаками) цінного паперу того чи іншого різновиду. 2. Роз'яснення можливостей, які відкриваються продавцеві і покупцю цінного паперу певного виду, а також пояснення характеру й рівня ризику, зв'язаного зі зміною власності. 3. Систематизація й видача інформації про права та обов'язки сторін, що беруть участь у фондових угодах. 4. Підбір цінного паперу (певного виду або різновиду) для емісії — рекомендація для емітента. 5. Підбір цінного паперу (певного виду або різновиду) для інвестиції — рекомендація для інвестора. 6. Використання картотек і баз даних цінних паперів під час розроблення бізнес-планів для інвестиції. 7. Підготовка формалізованих вихідних даних під час підготовки навчально-методичних посібників з питань фондового ринку. 8. Консультативна робота під час надання клієнтам інформаційних послуг з питань обігу цінних паперів. Організація консультацій на основі програмно-комп'ютерної системи, опрацювання доходів для підвищення якості консультацій. Є й третя група цілей, зв'язана з обслуговуванням економічної науки, яка користується результатами

систематизації цінних паперів для досліджень фондового ринку. Можна також переслідувати суто комерційні цілі, наприклад, продаж пакета класифікаторів цінних паперів як “ноу-хау” консультативним фірмам інших країн. Попереднє вивчення масиву цінних паперів уможливило висновок, що понад половина названих ознак має тільки два стани. Наприклад, за ознакою реєстрованості цінні папери можуть бути такими, що реєструються, або такими, що не реєструються. Водночас немало ознак цінних паперів мають три або чотири стани. Наприклад, за ознакою викупу (відкликання) цінні папери поділяються на три різновиди, виходячи з того, чи передбачається викуп усього випуску цінних паперів, чи його частини, чи взагалі викуп не передбачений. За ознакою купонної ставки можливі аж сім станів (фіксована ставка, плаваюча, зі збільшенням, нульовий купон, мінікупон, оплата на вибір, змішаний вид). Кількість ознак цінних паперів не є постійною. Її можна збільшувати або зменшувати, об'єднуючи (роз'єднуючи) окремі ознаки. Наприклад, можуть об'єднуватися ознаки “реєстрація” і “форма випуску”, оскільки приватне розміщення цінних паперів є завжди закритим і не потребує публічного оголошення та реєстрації, а відкрите, навпаки, потребує цього. Можна об'єднати не тільки дві, а й навіть три ознаки, наприклад “Надійність”, “Вид забезпечення” і “Вид застави”, або знайти можливість об'єднати ознаки “Функції цінних паперів” і “Призначення цінних паперів” (у низці документів і публікацій ці ознаки, як правило, показують окремо). Ще більше можна змінювати варіативність станів. Наприклад, стосовно ознаки “Спосіб розповсюдження” можна окремо показати не лише дилерів, а й біржових брокерів. До станів ознаки “Мета випуску цінних паперів” можна додати і такий, як “Ліквідація заборгованості”. Напрошується також збільшення кількості станів стосовно ознаки “Умови отримання доходу”, оскільки таких умов досить багато. Стосовно ознаки “Вид документа” можна записати “Запис у реєстрі”, “Запис в угоді” і “Запис в комп'ютері” або об'єднати все це в один “Запис”, альтернативним станом якого буде “Сертифікат”. Так само можна об'єднати дарування цінних паперів та їх заповіт (за ознакою “Форма перевідступлення”), зробивши один стан “Безплатна передача”. Навпаки, за ознакою “Вид забезпечення” стан “Під гарантію” можна розбити на кілька інших, зазначивши, хто саме є гарантом. Існує два типи ознак. Перший становить дилему з двома єдино можливими (допустимими) відповідями: “так” і “ні”. Характерними рисами цього типу ознак є, по-перше, цілковита альтернативність двох можливих станів, по-друге, логічний брак якогось третього стану: скажімо, цінний папір треба або реєструвати, або не реєструвати (адже не можна його зареєструвати наполовину). Другий тип ознак передбачає певний перелік можливих станів. У більшості випадків ці стани також виключають один одного, але є й такі, що сполучаються. Наприклад, цінний папір стосовно принципу “Функція” може використовуватися і як засіб платежу, і як засіб виконання зобов'язань. Цьому типу ознак притаманна можливість збільшувати варіативність станів у міру обліку тих чи інших факторів або в міру розукрупнення станів, які вже є. Буває також, що різні стани ознак мають і різну масштабність (різний рівень узагальнення, різний ранг і значущість), коли один, більш масштабний стан включає в себе інший — менш масштабний, частковий (за принципом “у тім числі”). Прикладом може бути ознака “Місце або територія обігу цінних паперів”: регіон — країна; національний ринок — світовий ринок. Заслуговує на увагу також питання про послідовність

формування переліку ознак і станів. Тут немає єдиного підходу. Бажано для першого типу ознак встановити загальну послідовність: спочатку “так”, а потім “ні” або навпаки. Для другого типу ознак можна вибрати той чи інший підхід, визначаючи послідовність залежно від змісту станів, їхнього значення, масштабності, поширення тощо. Користуючись спеціальною термінологією, треба завжди пам’ятати про наявність синонімів: “надійність — забезпеченість”, “відкриття акцій — викуп акцій”, “функції — економічний зміст” і т. п. Часто звертаються до таких малопереконливих слів, як “вид”, “підвид”, “тип”, “форма” та ін. Причина в тім, головне, що кількість ознак цінних паперів набагато перевищує кількість наявних термінів. З цієї ж причини інколи для назви ознаки використовують назву одного з її станів. Під час опису станів виникають ті самі труднощі, що й під час опису ознак. Але тут потрібно мати на увазі, що не завжди треба вимагати обов’язковості або необов’язковості того чи іншого стану. Наприклад, привілейовані акції можуть бути як конвертованими, так і неконвертованими. Але привілейовані акції завжди є таким цінним папером, дохід з якого є фіксованим (на відміну від простих акцій). Тому у визначеннях і характеристиках необхідно підкреслювати обов’язковість того чи іншого стану словом “тільки”, якщо він справді є обов’язковим, а не факультативним. Для формування назв цінного паперу звичайно використовується один або кілька станів з однієї або кількох ознак (решта ознак і станів залишаються поза назвою). Від того, які ознаки та їх стани включено в назви цінного паперу, залежить його місце в класифікації цінних паперів. “Будь-яка класифікація досить умовна, і все залежить від того, якій ознаці надати пріоритет і з погляду якого суб’єкта ринку розглядати ті чи інші цінні папери” [8]. Таке зауваження є справедливим і підтверджується багатьма прикладами. Так, певний вид акції можна назвати “привілейованою акцією”, якщо йдеться, головне, про право її власника на отримання дивідендів. Але за іншими ознаками ця акція може бути іменною, конвертованою, кумулятивною і відкритою, тому її можна іменувати “іменна акція” і т.д. І щоразу за зміни назви висвітлюється певна особливість акції, певна її властивість. Можна підійти до назви цінного паперу відразу з кількох сторін: “привілейована іменна акція”, “конвертабельна іменна акція”, “привілейована іменна кумулятивна акція”. Утім, назва з усіх згаданих слів (а їх може бути ще більше) була б надто довгою, бо з п’яти слів можна скласти 35 різних словосполучень. Таку назву неможливо було б ні прочитати, ні написати без відпочинку. Тому віддають перевагу коротким назвам. Але коротка назва цінного паперу потребує відповідних додаткових характеристик, що складаються з тих ознак і станів, котрі не ввійшли до назви. Ця вимога стосується і всіх інших визначень. Звідси випливає логічна потреба уніфікувати та стандартизувати характеристики й визначення. Упорядковуючи термінологію, слід також уважно ставитися до термінологічного перекладу з однієї мови на іншу, намагаючись при цьому користуватися як термінами, загальноприйнятими в багатьох країнах, так і традиційною термінологією власної мови. Не слід захоплюватися словотворенням, спотворюючи власну мову “на кшталт” іноземної, або часто змінювати термінологію заради сумнівної “новизни”. Немає чого, наприклад, привілейовані акції називати преференційними, оскільки в перекладі з латинської “преференційний” — це і є “найліпший, переважаючий, пільговий”, тобто привілейований. Не варто замінювати одне іноземне слово на інше. Упорядкування термінології є

необхідним, щоб учасники фондового ринку розуміли один одного. Без сталих термінів не буде ні логічно бездоганих законів чи інструкцій, ні ефективних програм для комп'ютеризації фондового ринку. Є ще одна проблема систематизації цінних паперів, зв'язаних зі сполученням ознак і станів, з визначенням їхньої сумісності та несумісності. Розглянемо два види сполучень: "варіантне" і "виняткове". Приклади варіантних сполучень: проста акція може бути як іменною, так і на пред'явника; облігація може бути як забезпеченою заставою, так і не забезпеченою; вексель може бути таким, що перевідступається, і таким, який не перевідступається; депозитарні сертифікати можуть бути як реєстрованими, так і не реєстрованими. Приклади виняткових сполучень: проста акція може бути тільки з негарантованим доходом; привілейована акція може бути тільки іменною; реорганізована облігація може бути тільки з гарантованим погашенням; казначейський вексель може бути тільки дисконтним; казначейська нота може бути тільки безвідкличною; ощадна облігація може бути тільки з вільним обігом; купонна облігація може бути тільки не реєстрованою; безстрокова облігація може бути тільки бездисконтною; привілейована акція може бути тільки з гарантованим доходом. Як бачимо, в одному випадку сполучення ознак і станів виражається через "як..., так і ...", а в іншому — через "тільки". Віднесення сполучень до того чи іншого виду визначається нормативними документами і до наведених у прикладах переліків можуть і будуть вноситися зміни. Проте далеко не завжди в законах і правилах це чітко визначено. Часто доводиться здогадуватися про характер сполучень ознак та їх станів за вивчення й застосування законодавчих положень. Доводиться додатково з'ясувати, чи можуть бути ретрекативні облігації поворотними, а також звертатися до консультантів з питанням, чи може кумулятивна акція бути з дисконтом. Не відразу зрозуміло із закону, чи може серійна облігація бути одночасно облігацією із змінюваним відсотком. Хотілося б, щоб у законі було чітко сказано, чи може облігація, що відшкодовується, бути конвертованою чи ні. Не в тексті закону, на жаль, а на семінарі доводиться шукати відповіді на питання, чи можуть конвертовані облігації одночасно бути цінними паперами з правом їх дострокового погашення і т.д. Проблема існує об'єктивно: оскільки є сполучення ознак і станів цінних паперів, то, значить, є й дилема щодо їхньої сумісності й несумісності, а за сумісності ще одна дилема — яка це сумісність: обов'язкова чи факультативна, тобто наказова чи допустима. Проблема ускладнюється за розгляду не тільки парних, а й узагалі кратних ознак. В одному документі цінних паперів може бути закладено безліч ознак. Наприклад, буває необхідність упевнитися в тім, є допустимим чи доцільним сполучення таких ознак: 1) привілейованість — реєстрованість — відкличкання; 2) відшкодовуваність — фіксованість — номінальність; 3) акцептованість — поворотність — забезпеченість; 4) дисконтність — конвертованість — коригованість і т. д. Ще ліпше відразу зіставити чотири ознаки й перевірити їхню сумісність, наприклад: 1) індексованість — оподатковуваність — відстроченість — перевідступленість; 2) індексованість — гарантованість — поворотність — конвертованість; 3) обмеженість — переказуваність — платність — викупування і т. д. Не менш важливо встановити сумісність п'яти, шести й більше ознак і сполучень цінних паперів. Однак тоді кількість сполучень значно зростає і за двох-трьох десятків ознак виражається справді астрономічними числами. Для подолання цього

“кількісного бар’єру” потрібно передовсім відкинути незначні сполучення (не потрібні для практики). Після такої “чистки”, виконаної за допомогою комп’ютерної техніки, слід локалізувати сполучення, що залишилися, за окремими видами цінних паперів — акціями, облігаціями, векселями тощо. Корисно також групувати ознаки і сполучення за окремими блоками і для кожного з них визначати потрібні комбінації ознак і станів. На замовлення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку фірма “Фінанс-оптимум” (м. Київ) розробила класифікатор “Цінні папери: пошук документа за ознакою” у комп’ютерному виконанні. Класифікатор побудовано у вигляді матриці, де в десяти графах розміщено види цінних паперів, що обертаються в Україні, а в двадцяти п’яти рядках — основні їхні ознаки (для кожного виду паперів є від десяти до п’ятнадцяти ознак). Кожна з 250 комірок матриці сполучає певний цінний папір з його певними ознаками і на цьому перетині вертикалі та горизонталі (у комірці) проставляються номери тих офіційних законодавчих і нормативних документів, що в них іде мова про даний цінний папір із даною ознакою. Матриця цього класифікатора має пошукове призначення і дає змогу вирішувати такі завдання: 1) знаходити потрібні документи, з відомостями про даний цінний папір (з розбивкою цих відомостей за відповідним принципом); 2) знаходити всі потрібні документи, в яких викладається дана ознака (з розбивкою за видами цінних паперів); 3) зводити разом і порівнювати законодавчо-нормативні відомості, які є в різних документах і стосуються даного цінного паперу в частині даної ознаки. Керуючись принципами системного підходу, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку організовує дослідження для підготовки низки систем і методик, до яких, зокрема, належать: 1. Система пошуку й добору існуючих видів цінних паперів, за купівлі яких задовольняються переважно інтереси різних інвесторів. 2. Аналогічна система для задоволення інтересів емітентів. 3. Система добору ознак і станів для законодавчого моделювання цінних паперів нових видів і модифікацій з урахуванням вимог фондового ринку України. 4. Система виявлення прогалин і суперечностей у нормативно-правових документах, які регламентують фондовий ринок. 5. Моніторинг розвитку фінансових інструментів світового фондового ринку й методика їх репродукування в Україні. 6. База даних про ознаки, стани і терміни цінних паперів, що мають обіг в Україні і за рубежом. Каталог цінних паперів. Тлумачний словник фондового ринку. 7. Методика визначення рейтингу цінних паперів. Систематизація цінних паперів є першим етапом здійснення системного підходу до розроблення методології фондового ринку України. Наступні етапи, які можуть виконуватися паралельно, стосуються систематизації інших елементів фондового ринку, а саме: 1) технології випуску й обігу цінних паперів (склад етапів, їхній зміст, послідовність і взаємозумовленість); 2) масиву угод купівлі-продажу цінних паперів (класифікація угод, прав і зобов’язань сторін); 3) суб’єктів фондового ринку (функції основних учасників і посередників у рамках технології випуску й обігу цінних паперів); 4) стану нормативно-правових актів (документографічна та фактографічна системи). З причин, що гальмують сьогодні розвиток фондового ринку в країнах з перехідною економікою, у тім числі в Україні, зарубіжні експерти передовсім називають недосконалість класифікацій і модифікацій цінних паперів та процедури їх обігу порівняно з економічно розвинутими країнами Заходу. Сподіватимемося, що Україна вже в найближчі роки буде

спроможною стати врівень із ними. **ДЕРЖАВНЕ РЕГЛАМЕНТУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ** 6.1 Засади положення Державна економічна політика є структурною і складається з кількох окремих політик — фінансової, податкової, інвестиційної, інноваційної та ін. Стосовно ринку інвестиційних цінних паперів можна говорити про фондову політику. Фондова політика, як і будь-яка інша, включає принципи, методологію, стратегію й тактику. Фондова політика — це державна політика, тому її слід розглядати в аспекті ролі держави у сфері випуску й обігу інвестиційних цінних паперів. Цю роль можна тлумачити як функцію управління, функцію участі, функцію впливу, функцію регулювання. Стосовно фондового ринку держава виконує кожен з цих функцій, але пріоритет безперечно належить останній з названих. Саме регулювання забезпечує оптимальний рівень впливу держави на фондовий ринок. Доречно згадати висловлювання заступника міністра торгівлі США Еверта Ерліха: “Для держави перехід до ринкової системи зовсім не простий. Державі досить складно освоїти нову, менш активну і більше допоміжну роль, особливо після того, як вона протягом багатьох років мала виняткові права і не соромлячись втручалася в усі сфери економіки. На цьому шляху державі належить навчитися стриманості й терпіння. Водночас, держава не повинна повністю втрачати ініціативу. Як і досі можуть виникати ситуації, коли вона зобов’язана втручатися в економіку так само рішуче, як і раніше, але з іншими цілями. Для регулювання ринку цінних паперів таке втручання є просто неминучим”. Економіка України нині зазнає серйозних змін, зв’язаних зі зміною форм власності та формуванням ринкових відносин. Добре налагоджений обіг інвестиційних цінних паперів має сприяти подоланню економічних труднощів і створенню національного ринку. Саме тому головними принципами державного регулювання фондового ринку можна назвати орієнтацію на загальнонаціональні інтереси та стимулювання інвестиційної діяльності в Україні. Реалізація цього принципу зв’язана з вирішенням ряду макроекономічних завдань, а передовсім: а) сприяння активній інвестиційній діяльності та інноваційному процесу на засадах розвитку наукомістких виробництв; б) зміцнення економічного суверенітету й міжнародного авторитету України на світовому ринку; в) підтримка процесу приватизації через розвиток вторинного ринку цінних паперів і на цій основі сприяння проведенню радикальної економічної реформи; г) створення належних засад для прискореної реструктуризації народного господарства країни. Вирішення цих глобальних завдань неможливе без регулювання фондового ринку державою. Ця обставина додатково посилюється тим, що фондовому ринку притаманний рух капіталів, який забезпечується обігом різноманітних видів цінних паперів і їх похідних, котрі перебувають у тісній залежності від законодавчої бази і системи правовідносин власності. Не випадково, як свідчить досвід економічно розвинутих країн, фондовий ринок є одним з найбільш регламентованих і “зарегульованих” на відміну, наприклад, від товарних або валютних ринків. Той же досвід свідчить про те, що на фондовому ринку постійно стикаються інтереси різних його учасників. Ці інтереси не вільні від суперечностей і навіть конфліктів. Отже, і в цьому відношенні роль держави, як регулюючого начала, украй важлива. Тільки держава має засоби й можливості для серйозної протидії негативним проявам на вільному ринку цінних паперів. Як відомо, в Україні ці негативні явища частково зумовлені помилками в проведенні загальної економічної лібералізації

в країні. На фондовому ринку, на жаль, нерідко натрапляємо на зловживання, обман, шахрайство, порушення законодавства чи прав інвесторів-громадян з боку недобросовісних професіональних учасників ринку. Необхідно зважати і на те, що наймасовішим інвестором на фондовому ринку є населення, котре, як правило, не має ні спеціальних знань, ні спеціальних кваліфікацій у царині обігу цінних паперів. Усе це додатково свідчить на користь втручання держави в цю сферу економічної діяльності. Без підвищення дисциплінованості учасників фондового ринку, без підтримки довіри до нього, без створення надійної системи захисту прав і майнових інтересів інвесторів, передовсім пересічних українських громадян, неможливо забезпечити розвиток ринку капіталів. Водночас не варто забувати, що фондовий ринок розвивається лише тоді, коли держава не перевищує меж свого безпосереднього втручання в процес залучення приватних інвестиційних ресурсів і вкладення їх в економіку країни. Фондовий ринок здатний проявляти свої ліпші якості лише тоді, коли на нього ніхто іззовні не тисне, не заперечує права вільного прийняття рішень учасниками фондових угод з купівлі-продажу цінних паперів, у тім числі легітимних (дозволених законом) спекуляцій з похідними фінансовими інструментами вторинного ринку. Процес лібералізації в економіці України триває. Водночас відбувається й інший, на перший погляд, навіть протилежний процес — процес опанування державою ситуації на фондовому ринку, який на перших етапах економічних перетворень став не стільки “вільним”, скільки некерованим і сприятливим для прояву “диких” звичаїв фондових бірж минулого. Інакше кажучи, поряд із загальною тенденцією лібералізації економіки України набирає силу тенденція до більшої деталізації нормативної бази, до посилення державного контролю за фондовою діяльністю. Із створенням цих двох напрямів став можливим єдиний комплексний підхід до оптимального розвитку фондового ринку, коли держава, не втручаючись в договірні відносини між продавцем і покупцем цінних паперів, стежить за тим, щоб це були справді договірні відносини, підпорядковані чинним правилам обігу цінних паперів. Тільки такий підхід є науковим, але для його впровадження в життя потрібна велика майстерність тих, хто взяв на себе відповідальність за створення ефективно діючого фондового ринку. Зрозуміло, що державні органи вдаються до регулюючих і контролюючих засобів лише тоді, коли це необхідно для підтримки прийнятого в принципі всіма учасниками фондового ринку порядку ведення операцій. Уже згадуваний заступник міністра торгівлі США писав, що “завжди знайдуться противники жорстких заходів і норм, що регулюють ринок цінних паперів”. Проте залишається непохитним аргумент на користь такої політики, яка стала державною навіть в такій класичній країні вільного підприємництва, як США. Деякі обмеження “свободи” емітентів, інвесторів і посередників — це дуже помірні плати за стабільність фондового ринку. Держава втручається, по суті, не у свободу, а задля свободи. На таких засадах і було сформульовано цілі й завдання державного регулювання фондового ринку України. Законодавством установлено, що цілями державного регулювання фондового ринку є: реалізація єдиної державної політики у сфері випуску й обігу цінних паперів та їх похідних; створення умов для ефективно мобілізації та розміщення учасниками фондового ринку фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства; одержання учасниками фондового ринку інформації про умови випуску й обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської

діяльності емітентів, обсяги й характер угод з цінних паперів та іншої інформації, що впливає на формування цін на ринку цінних паперів; забезпечення однакових можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на фондовий ринок; гарантування прав власності на цінні папери; захист прав учасників фондового ринку; інтеграція в європейський і світовий фондові ринки; дотримання учасниками фондового ринку вимог законодавчих актів; запобігання монополізації та створення умов для розвитку добросовісної конкуренції на фондовому ринку; контроль за прозорістю й відкритістю фондового ринку. Для досягнення поставлених цілей держава використовує такі форми регулювання: прийняття законодавчих актів з питань діяльності учасників фондового ринку; регулювання випуску й обігу цінних паперів, прав і обов'язків учасників фондового ринку; видача спеціальних дозволів (ліцензій) на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку і забезпечення контролю за нею; заборона і призупинення на певний термін (до року) професійної діяльності на фондовому ринку у разі відсутності спеціального дозволу (ліцензії) на цю діяльність, притягнення до відповідальності згідно з чинним законодавством за здійснення недозволеної діяльності; реєстрація випусків (емісій) цінних паперів та інформації про їх випуск; контроль за дотриманням емітентом порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про їх випуск, а також умов продажу (розміщення) цінних паперів, передбачених такою інформацією; створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, що здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку; контроль за вірогідністю інформації, що подається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку; встановлення правил і стандартів здійснення операцій на фондовому ринку та контролю за їх дотриманням; контроль за дотриманням антимонопольного законодавства на фондовому ринку; контроль за системами ціноутворення на фондовому ринку; контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів; проведення інших заходів з державного регулювання й контролю за випуском та обігом цінних паперів. Узагальнюючи цілі й форми державного регулювання, можна виділити п'ять основних напрямів: забезпечення обов'язкової публікації всієї наявної інформації про ринки цінних паперів; ліцензування фінансових посередників і встановлення нормативів їхньої діяльності; нагляд за торгівлею цінними паперами й дотриманням антимонопольного законодавства; притягнення до відповідальності осіб, які незаконно використовують внутрішню інформацію для власного зиску; забезпечення прав власників цінних паперів. Крім того, держава сприяє встановленню й розвитку ефективної і стабільної системи платежів за цінними паперами, доступу на фондовий ринок емітентів незалежно від їх стартових фінансових можливостей. Безперечно, великий простір для посилення державного регулювання фондового ринку дає система оподаткування. Використовуючи різні види податків, держава стимулює окремі фондові операції або стримує їх через відповідне збільшення чи зменшення попиту на певні цінні папери. Створення національного ринку зовсім не означає створення закритого ринку. Державна економічна політика України вважає важливим стратегічним напрямом інтеграцію національного ринку у світовий ринок. Ця принципова настанова стосується і фондового ринку. Фондова політика в перелік своїх найважливіших завдань включає вивчення

інтеграційних тенденцій на фінансових ринках світу та входження “на рівних” у міжнародний ринок цінних паперів. Одним із важливих завдань цього напрямку фондової політики є прийняття стандартів міжнародної організації зі стандартів (ІСО) для документів та операцій із цінними паперами, а також їх нумерації. Пріоритетними є договори, конвенції та угоди, що укладаються Україною з міжнародними організаціями і міжнародними фінансовими інститутами, у сфері розвитку, функціонування та регулювання ринку цінних паперів. Укладення такого роду актів сприяє інтеграції України в Європейський союз (ЄС), Міжнародну організацію комісій з цінних паперів (ІОСКО), встановленню взаємовідносин зі світовим банком. Ці міжнародні організації приймають відповідні рекомендації, резолюції та директиви щодо проведення ринкових реформ, які сприяють стандартизації і зближенню національних законодавств, забезпечують захист інвесторів та інтеграцію національних ринків цінних паперів (у тім числі українського) у світові фінансові ринки. Суттєве значення для розвитку вітчизняного фондового ринку має реалізація рекомендацій міжнародних організацій (ІОСКО, ЄС), Комісії з цінних паперів і бірж США у сфері регулювання фінансових ринків, діяльності інститутів спільного інвестування, нагляду над обігом цінних паперів тощо. З іншого боку, міжнародна орієнтація передбачає розроблення зваженої державної політики стосовно іноземного інвестора та іноземних учасників на українському фондовому ринку, що впроваджувала б надійний механізм для здійснення іноземними інвесторами портфельних інвестицій в економіку України та одночасно забезпечувала б захист вітчизняного інвестора під час здійснення ним операцій з іноземними цінними паперами. Значення інформації для фондового ринку полягає в тім, що без неї він не зможе функціонувати навіть один день. Найголовнішим завданням інформації є забезпечення прозорості фондового ринку, тобто широкої поінформованості всіх заінтересованих осіб про дохідність операцій з цінними паперами та про ризик, зв’язаний із діями як емітентів, так і посередників фондового ринку. Інформація про емісію цінних паперів, про емітентів, ціни та обсяги торгівлі цінними паперами має бути відкритою й доступною. Подавати таку інформацію повинні емітенти, посередники, біржі, банки, позабіржові організації, використовуючи для цього офіційні та спеціальні видання. До інформації ставляться великі вимоги. Передовсім, вона має бути вірогідною, абсолютно адекватною реальній ситуації і відбивати найсуттєвіше з цієї реальності. Законодавчо встановлено, що суттєвою вважається та інформація, обсяги якої визначає держава і яка має важливе значення для власників цінних паперів і потенційних інвесторів під час прийняття ними рішень про купівлю або продаж цінних паперів, оскільки вона здатна справити помітний вплив на ринкову вартість цінних паперів і розмір доходу на них. Коли протягом певного часу виявиться, що подані емітентом документи містять неправдиву суттєву інформацію або вона вже не відповідає дійсності через зміну економічних обставин чи з інших причин, то емітент зобов’язаний негайно припинити продаж цінних паперів. Лише після внесення ним відповідних змін в проспект емісії або в інші документи дозволяється поновити продаж. Спосіб і терміни внесення таких змін та інформування інвесторів є у відповідних нормативних документах. Для того щоб інформація не втратила своєї актуальності і, відповідно, вірогідності, емітент повинен протягом одного робочого дня інформувати реєстратора про будь-які зміни або

доповнення в засновницьких документах щодо прав власників цінних паперів, планованих загальних зборів, нових емісій тощо. Крім цього, емітент надає реєстраторові інформацію про рішення своїх керівних органів, що стосуються умов і процедур його функціонування, або в інший спосіб важливі для виконання реєстратором своїх зобов'язань. Названу інформацію емітент має подати письмово протягом трьох робочих днів з моменту прийняття такого рішення. Інформація повинна бути не тільки вірогідною, остаточною і своєчасною, а й відповідати іншим вимогам. Не завадить нагадати, що вона має бути вичерпною, лаконічною, викладеною із дотриманням встановленої термінології, і такою, що її можна перевірити. Інформаційної дисципліни зобов'язані дотримуватися не тільки емітенти, а й усі інші учасники фондового ринку, зокрема, реєстратори. Реєстратор зобов'язаний подати заінтересованим особам інформацію та виписки з реєстру згідно з їхніми правами. Відкритою є інформація про розмір оплати за послуги зареєстрованим особам. Реєстратор на вимогу акціонерів, що володіють у сукупності понад 20% голосів, зобов'язаний направляти повідомлення власникам іменних акцій про скликання позачергових зборів. На запит емітента реєстратор дає перелік власників іменних цінних паперів, які мають право голосу на загальних зборах для забезпечення їхньої участі в таких зборах або реєстрації передачі права голосу іншим особам. Протягом 10 днів з моменту одержання відповідного запиту реєстратор повинен подати емітентові письмовий реєстр. Усі вимоги до інформації зафіксовано в законодавстві України. Такі самі вимоги існують і в інших країнах. Наприклад, у Росії організатор торгівлі на ринку цінних паперів зобов'язаний розкрити будь-якій заінтересованій особі великий обсяг інформації, а саме: правила допущення учасників та їхніх цінних паперів до торгів, правила укладання, зв'язання, реєстрації та виконання угод, обмеження маніпулювання цінами, список допущених до торгів цінних паперів і навіть розклад надання послуг організатором торгівлі. Особливо слід підкреслити вимоги доступності інформації. В українському законодавстві розкриття інформації на фондовому ринку пояснюється необхідністю забезпечення доступності для всіх заінтересованих в її отриманні, відповідно до встановленого законом порядку і незалежно від мети одержання цієї інформації. Законом забороняється відкритий продаж цінних паперів нового випуску раніше ніж через два тижні після забезпечення всім потенційним власникам можливості доступу до інформації, яку передбачається розкрити (інформація про вартість розміщення цінних паперів розкривається в день початку їх розміщення). Не тільки емітент, а й усі торговці цінними паперами, котрі здійснюють їх розміщення, у тім числі через андеррайтингову діяльність, зобов'язані забезпечити можливість доступу до інформації будь-яким потенційним власникам. У разі, коли хоч один випуск інвестиційних цінних паперів супроводжується проспектом емісії або меморандумом про випуск цінних паперів, емітент зобов'язаний розкрити інформацію про свої цінні папери і фінансово-господарську діяльність у вигляді квартального й річного звіту, а також у формі повідомлення про зміни, котрі порушують його фінансово-господарську діяльність. Тут ми підходимо до питання про звітність емітента. Якщо в публікаціях він повідомляє інвесторів, то в звітності — державу в особі Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Нагадаємо, що згідно із законом емітенти, котрі налічують 500 і більше акціонерів і активи яких

дорівнюють певній величині (1997 р. ця сума становила 50 тис. неоподатковуваних мінімумів доходів громадян) або перевищують її, а також емітенти, котрі налічують 500 і більше власників облігацій, повинні подавати звіти про свій фінансовий стан і результати господарювання за рік або квартал. Річний звіт публікується не пізніше ніж через дев'ять місяців року, наступного за звітним, і надсилається утримувачам іменних акцій та облігацій, Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку і кожній фондовій біржі (або ТІС) з тих, де котируються цінні папери даного емітента (уряд може скоротити цей термін до трьох місяців). У річному звіті подаються основні дані про емітента, а саме: інформація про результати господарської діяльності за три минулі роки; підтверджена аудитором фінансова звітність за ті самі три роки; факти, що можуть суттєво вплинути на фінансовий стан емітента в майбутньому. Крім річного звіту, емітент повинен подавати в Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку три квартальні звіти протягом двох місяців після закінчення відповідно першого, другого і третього кварталів. Квартальні звіти надсилають також фондовій біржі (або ТІС) і, крім того, утримувачам іменних акцій та облігацій на вимогу останніх. Система звітності передбачає також додаткову форму — звіт про зміни в господарській діяльності емітента. Усі звіти підписуються керівником і головним бухгалтером емітента, котрі відповідають за вірогідність інформації. До відкритої інформації належить також реклама, що як і інші сторони інформаційної системи фондового ринку, регулюється законодавством. Необхідно підкреслити, що не всяка оприлюднена інформація вважається рекламою. Не є рекламою на фондовому ринку, наприклад, загальнодоступна інформація про цінні папери та емітентів, а також інформація, що подається вповноваженим органам особою, яка виконує службові функції регулювання фондового ринку згідно з чинним законодавством (за винятком інформації про випуск цінних паперів). Реклама, звичайно, має бути вірогідною. В іншому разі рекламодавець відповідатиме за шкоду, заподіяну недобросовісною рекламою. Для запобігання довільному тлумаченню поняття “недобросовісна реклама” закон спеціально розкриває його. Недобросовісною рекламою визнається: по-перше, інформація, спрямована на введення в оману власників цінних паперів та інших учасників фондового ринку через повідомлення в рекламі неправдивої інформації про діяльність емітента, види і характеристики цінних паперів, що їх він випускає, про договори, що їх стосуються; по-друге, інформація в рекламі про недоліки цінних паперів конкурентів незалежно від того, чи відповідає така інформація дійсності, чи ні; по-третє, публічне гарантування або доведення іншим шляхом до відома потенційно необмеженого кола власників цінних паперів інформації про їхню підвищену дохідність, надійність порівняно з іншими цінними паперами або іншими активами, а також публікація в рекламі неправдивої інформації про цінні папери, пропонувані на продаж, для залучення ширшого кола потенційних інвесторів. Ще раз слід зазначити, що за недобросовісну рекламу відповідальність несе рекламодавець. Органи, які здійснюють реєстрацію випусків цінних паперів, як правило, мають право вчинити позов про визнання недійсними договорів між рекламодавцем і особою, яка розповсюджує рекламу, а також про стягнення всього одержаного за рекламу доходу на користь держави. Забороняється також реклама цінних паперів, які підлягають реєстрації, до дати їх реєстрації, а договори на рекламування незареєстрованих

випусків цінних паперів визнаються недійсними. Щодо доступності інформації необхідно сказати, що не всяка інформація може бути доступною для будь-кого, хто бажає її одержати. Доступ до системи реєстру обмежується колом осіб, які мають право на отримання цієї інформації. Такими є емітент і зареєстровані особи. Зрозуміло, що таке саме право мають державні органи в межах належних їм повноважень. Емітент має право одержати всю інформацію, яка є в реєстрі, проте не вправі її розголошувати. Інформація надається тільки вповноваженим особам емітента з обов'язковим визначенням для кожного таких даних: імені, прізвища, по батькові, посади, обсягу інформації, яку він має право одержати, а також з поданням зразків підписів уповноважених осіб. У свою чергу, зареєстрована особа має право на отримання інформації, яка є на її особовому рахунку, і на інформування про всі зміни стосовно даної зареєстрованої особи і належних їй цінних паперів. Але ця особа не має права на отримання інформації про інших власників і належні їм іменні цінні папери. Доступ державних органів до системи реєстру здійснюється згідно з чинним законодавством на підставі письмового запиту керівника. Усім іншим особам доступ до інформації в реєстрі заборонений. Розповідь про інформаційну систему фондового ринку ми почали з тези про забезпечення його прозорості. І це головне, але не єдине в характеристиці інформації. Поряд із загальнодоступною (що розкривається) інформацією, що не потребує спеціального дозволу для доступу до неї, є ще внутрішня інформація, котра часто буває суттєвою комерційною таємницею емітента. Жоден торговець цінними паперами не має права розголошувати комерційну таємницю своїх клієнтів. Винятком є лише надання інформації вповноваженим органам у зв'язку з виконанням ними функцій регулювання ринку цінних паперів. І річ не лише у збереженні комерційної таємниці. Певні обмеження необхідні для забезпечення справедливості на фондовому ринку, для запобігання зловживанням інформацією. Такі обмеження стосуються так званої інсайдерської, тобто внутрішньої інформації. Закон визначає інсайдерську інформацію як інформацію про емітента або його цінні папери, що мають вільний обіг, котра відповідає таким ознакам: а) є суттєвою; б) надає особі, яка володіє нею, певні переваги перед іншими учасниками ринку цінних паперів; в) є не опублікованою. Інсайдерською інформацією володіють інсайдери, тобто посадові особи емітента, а також ті, хто має доступ до інформації у зв'язку з посадою або внаслідок певного характеру відносин з емітентом. До інсайдерів належать: а) державні службовці; б) юридичні особи, які перебувають з емітентом у договірних або інших ділових відносинах, а також їхні працівники; в) фізичні особи, які перебувають з емітентом у трудових, договірних або інших ділових відносинах; г) будь-які особи, котрі є власниками понад 10% акцій емітента, що голосують. Інсайдер, який володіє інсайдерською інформацією, згідно з законом не може ні купувати, ні продавати інвестиційних цінних паперів відповідного емітента. Якщо інсайдерська інформація стосується договору між емітентом і третьою особою, то інсайдер не має права не тільки купувати в цієї особи або продавати їй цінні папери, а навіть давати якісь рекомендації і поради. Такі категоричні та однозначні у тлумаченні правила стосуються також осіб, які не є інсайдерами, проте володіють інсайдерською інформацією і знають (не можуть не знати), що ця інформація надійшла від інсайдера або іншої особи, котра є чи може бути стороною договору з емітентом або є (чи може стати) власником його

інвестиційних паперів. Якщо порядок обігу інсайдерської інформації служить запобіжним заходом для припинення незаконних маніпуляцій з цінними паперами (і це дуже важливо), то відкрита, доступна інформація виконує роль стимулятора розвитку фондового ринку в цілому. Саме вона створює інформаційний простір фондового ринку, в якому всі мають право бути обізнаними із ситуацією і бути активними учасниками обігу цінних паперів. У створенні інформаційного простору не останню роль відіграє організація всього процесу трансферу інформації. На світовому фондовому ринку інформаційна функція поступово виокремлюється в самостійну галузь, усе більшу роль починають відігравати фірми, що спеціалізуються на систематизації й пошуку необхідних даних на замовлення клієнтів. Ця тенденція стає помітною й на фондовому ринку України. Конкуренція має бути не тільки в середовищі учасників ринку цінних паперів, а й між тими організаціями, котрі збирають, аналізують і передають (продають) користувачам необхідну інформацію. В іншому разі важко розраховувати на досягнення високої якості інформації. Держава також не може триматися осторонь інформаційних потоків. В її руках мають бути засоби зв'язку, бази даних і комп'ютерні мережі, — без жодного сумніву в інформаційному просторі фондового ринку має домінувати держава. Потрібно прислухатися до порад зарубіжних експертів, котрі постійно наголошують на тім, що в сфері обігу цінних паперів плінуть гігантські потоки капіталу і ті, хто ними користуються, не завжди можуть утриматися від спокуси приховати свої справжні наміри, дезінформувати ринок, де жертвою стане дрібний інвестор, який своєю працею накопичив невеликі заощадження. Нехай під невиспущим контролем держави за формуванням і рухом інформації перебуватимуть ті, хто приховує інформацію, перекручує її, зловживає доступом до неї й перетворює тим самим чесну торгівлю на злочинну оборудку. Не випадково в “Концепції функціонування й розвитку фондового ринку України”, схваленій Верховною Радою України 22 вересня 1995 р., першим у переліку напрямів державного регулювання фондового ринку названо забезпечення обов'язкової публікації про ринок цінних паперів, у тім числі про умови випуску й обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності емітентів, про обсяг, характер і тенденції в торгівлі цінними паперами.

6.2 Механізм регулювання

Стратегія й тактика фондової політики фіксуються в нормативно-правових і методичних документах. Законодавче регулювання фондового ринку України — це багаторівнева структура, в основу якої покладено конституційні принципи. Так, стаття 92 Конституції України гласить, що “основи створення і функціонування фінансового, кредитного та інвестиційного ринків” встановлюються лише законами України. До актів законодавства, за допомогою яких здійснюється регулювання правовідносин на українському фондовому ринку, належать відповідні кодекси і закони України, укази Президента України, постанови Кабінету Міністрів України, нормативні акти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, міністерств і відомств, які в межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством, здійснюють регулювання, контроль і підтримують правопорядок на фондовому ринку країни. Цивільний кодекс України, Кодекс про адміністративні правопорушення та Кримінальний кодекс України, закони України “Про власність”, “Про підприємництво”, “Про цінні папери і фондову біржу”, “Про господарські товариства”, “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, “Про Національну депозитарну

систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” регулюють відносини на фондовому ринку в основному через встановлення правовідносин власності між фізичними та юридичними особами, видів і форм цивільно-правових договорів щодо власності, у тім числі щодо цінних паперів, і застосування адміністративних санкцій у разі порушення законодавства. Загальні основи регулювання відносин власності в Україні встановлюються також Законом України “Про власність”, в якому визначається поняття права власності та його складових — прав володіння, використання й розпорядження. У цьому ж Законі закріплено форми власності — приватна, колективна й державна, а також продекларовано принципи рівності всіх форм власності й гарантії захисту прав та інтересів власників від неправомірних дій з боку фізичних і юридичних осіб та з боку держави. Законодавче регулювання відносин і діяльності на фондовому ринку в Україні здійснюється спеціальними законами України: 1. “Про цінні папери і фондову біржу”, який визначає види цінних паперів, встановлює порядок випуску й обігу їх на ринку, вимоги стосовно реєстрації емітентами випуску акцій і облігацій та інформації про їх випуск у відповідному державному органі, порядок видачі дозволу на посередницьку діяльність з цінними паперами, закріплює правовий статус і компетенцію фондової біржі. 2. “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, в якому визначаються мета і форми державного регулювання фондового ринку, органи, що здійснюють державне регулювання, зокрема Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, її завдання, функції, повноваження, права, відповідальність і відносини з іншими державними органами регулювання й контролю на фондовому ринку. 3. “Про господарські товариства”, який встановлює порядок створення, функціонування та діяльності господарських товариств, у тім числі акціонерних, порядок випуску акцій емітентом, визначає особливості діяльності закритих і відкритих акціонерних товариств, порядок скликання загальних зборів акціонерів, збільшення та зменшення статутного фонду, компетенцію керівних органів товариства тощо. З метою впорядкування фондового ринку та його дальшого розвитку Президентом України протягом кількох років було видано укази, серед яких найбільш значущим для фондового ринку стали укази “Про корпоратизацію”, “Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії”, “Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку”. Для забезпечення проведення фінансової та інвестиційної політики в Україні згідно з законами України та указами Президента України і для оперативного здійснення відповідних заходів з розвитку фондового ринку Кабінет Міністрів України в межах своєї компетенції видає постанови й розпорядження, у тім числі щодо опрацювання відповідних законодавчих актів про цінні папери, їх випуск та обіг в Україні. При цьому підвищена увага приділяється державним цінним паперам. Законодавче регулювання фондового ринку в Україні здійснює також велика кількість відомчих нормативних документів відповідних державних органів, які, в основному, реалізують делеговані їм конкретні регулюючі повноваження на фінансовому та інвестиційному ринках у сфері приватизації, встановлені чинним законодавством України. З прийняттям 1996 р. законів України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” та “Про внесення змін до Закону України “Про цінні папери і фондову біржу”” Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку розробила й затвердила законодавчі акти про цінні папери та забезпечила контроль їх виконання з питань, які належать до її компетенції. У

створенні та вдосконаленні нормативно-правової бази фондового ринку беруть участь Фонд державного майна, Міністерство фінансів, Антимонопольний комітет, Національний банк України. Визначені нормативно-правові функції відбито і в інших документах, які не є законодавчими актами, тобто не мають сили закону і не є обов'язковими для виконання, проте відіграють важливу роль у визначенні державних напрямів і методів державного фондового ринку. Прикладом таких документів може бути "Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України", схвалена Верховною Радою України в 1995 р., яка встановила загальні принципи та основну мету функціонування ринку цінних паперів у державі. Цією Концепцією передбачене становлення цілісного, високоліквідного, ефективного і справедливого ринку цінних паперів в Україні, регульованого державою та інтегрованого у світові фондові ринки. Основні принципи розбудови ефективного фондового ринку закладені в Концепції, — це соціальна справедливість, забезпечення рівних можливостей та спрощення умов доступу інвесторів та позичальників на ринок фінансових ресурсів, недопущення монопольних проявів, дискримінації прав і свобод суб'єктів ринку цінних паперів. Одним з найголовніших принципів забезпечення інтересів суб'єктів фондового ринку та захисту їхніх майнових прав стала надійність захисту інвесторів, тобто створення необхідних умов як соціально-політичних, так і економічно-правових. Державне регулювання ринку має здійснюватися на принципах створення гнучкої та ефективної системи регулювання, надійно діючого механізму обліку і контролю, запобігання і профілактики зловживань та злочинності на ринку цінних паперів. З метою максимальної реалізації потенційних можливостей фондового ринку щодо мобілізації та розміщення фінансових ресурсів у перспективні галузі національної економіки, буде створено розвинену правову інфраструктуру забезпечення діяльності фондового ринку, яка чітко регламентуватиме правила поведінки і взаємовідносини його суб'єктів. Концепцією визначено також порядок забезпечення інвесторів повною і доступною інформацією, стосовно умов випуску та обігу цінних паперів, забезпечення гласності фінансово-господарської діяльності емітентів, усунення проявів дискримінації суб'єктів фондового ринку. Гарантування необхідної свободи підприємницької діяльності інвесторів, емітентів і ринкових посередників, створення умов для змагання за найбільш вигідне залучення вільних фінансових ресурсів та встановлення немонопольних цін на послуги фінансових посередників через контроль за дотриманням правил добросовісної конкуренції учасниками фондового ринку є також одним з найголовніших завдань, визначених Концепцією. До документів, що регламентують фондовий ринок, належать також державні програми, наприклад програми діяльності Уряду, програми приватизації та ін. Законодавче регулювання фондового ринку України постійно вдосконалюється з процесом реформування економіки країни та накопиченням досвіду з випуску й обігу цінних паперів та формування інфраструктури фондового ринку (як зворотний зв'язок). Так само динамічно розвивається система органів, котрі впроваджують у життя закони та нормативи, що регулюють діловий ринок. Як і формування законодавчої бази, так і створення цих органів відбувалося й відбувається поетапно. Згідно із законом України "Про цінні папери і фондову біржу", ухваленим 1991 р., Міністерство фінансів України та його фінансові органи було наділено регулюючими й контролюючими функціями на фондовому ринку

країни. З початком масової приватизації в Україні певні регулюючі й контролюючі функції на фондовому ринку став виконувати Фонд державного майна України. У зв'язку з тим, що зі створенням акціонерних товариств у процесі приватизації державних підприємств і появою дальшого вторинного обігу цінних паперів на ринку в деяких інвесторів, у першу чергу інституціональних (інвестиційні фонди, інвестиційні компанії і довірчі товариства), стали акумулюватися значні пакети акцій приватизованих підприємств, функції регулювання фондового ринку перерозподілилися: контроль за дотриманням норм антимонопольного законодавства і недопущенням недобросовісної конкуренції в підприємницькій діяльності став здійснювати Антимонопольний комітет України. Національний банк України, Державна податкова адміністрація також у межах своїх повноважень здійснюють регулювання та контроль на фондовому ринку. Проте згодом став даватися взнаки брак одного державного органу, який виконував би найважливіші регулюючі й контролюючі функції на фондовому ринку. Це було однією з причин порівняно повільного розвитку фондового ринку в нашій країні. Для того щоб усунути цей недолік і прискорити розвиток фондового ринку, постановою уряду (1994) було створено Комісію з цінних паперів як міжвідомчий орган Кабінету Міністрів України. До складу Комісії входили керівники й заступники керівників відповідних міністерств і відомств. Ця комісія мала, однак, невеликі повноваження та виконувала досить обмежені, в основному рекомендаційні функції. Питання про спеціальний орган регулювання фондового ринку зі створенням такої міжвідомчої комісії не було вирішене. Вирішальною подією було створення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку Указом Президента України від 12 червня 1995 р. № 446/95. Комісію було організовано як центральний орган державної й виконавчої влади. Структура, склад, підпорядкування, завдання й функції Комісії стали більш-менш організаційно визначеними, хоча попервах її повноваження ще не були відповідно закріплені законодавчо і тому (принаймні частково) залишалися декларативними. З прийняттям Концепції функціонування й розвитку фондового ринку, схваленої Верховною Радою 22 вересня 1995 р., завершується етап пошуку моделі державного регулювання фондового ринку, яка відповідає б міжнародним стандартам і світовому досвіду, починається етап розроблення й впровадження методів такого регулювання в межах певної системи. Згодом до Комісії переходять функції регулювання та контроль за ринком, видача дозволів на діяльність з випуску й обігу цінних паперів, на реєстраційну та депозитарну діяльність. І нарешті, закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" встановив, що державне регулювання українського фондового ринку здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, визначив її завдання й повноваження. Решта відповідних державних органів здійснюють контроль за діяльністю учасників фондового ринку в межах повноважень, визначених чинним законодавством. Так само як законодавство, адміністративна система має ієрархічну структуру. Органи, які здійснюють державне регулювання фондового ринку в Україні, підрозділяються на такі чотири групи: 1. Верховна Рада України, Президент України та Кабінет Міністрів України, які через прийняття законодавчих і нормативних актів з питань ринку цінних паперів, визначення напрямів державної політики щодо фондового ринку, призначення складу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку

забезпечують загальні основи державного регулювання фондового ринку в Україні. До цієї ж групи необхідно віднести Міністерство юстиції, котре виконує загальну нормотворчу функцію в державі. 2. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, яка безпосередньо формує та забезпечує реалізацію єдиної державної політики з розвитку й функціонування в Україні ринку цінних паперів та їх похідних. 3. Державні органи, котрі в межах своєї компетенції здійснюють контроль або функції управління на ринку цінних паперів України. Це Фонд державного майна, Міністерство фінансів, Національний банк України, Антимонопольний комітет, Міністерство економіки, Державна податкова адміністрація. Певні функції управління інвестиційною діяльністю в Україні здійснюють Національне агентство з реконструкції й розвитку, Державна інвестиційна компанія, Міністерство зовнішньоекономічних зв'язків і торгівлі. 4. Державні органи, котрі виконують спеціальні функції контролю та нагляду за дотриманням законодавства в державі. Ці функції поширюються й на ринок цінних паперів. До цієї групи входять Міністерство внутрішніх справ, Генеральна прокуратура, Служба безпеки, Вищий арбітражний суд. Координацію діяльності державних органів з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів покладено на Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Для цього створено й Координаційну раду, до складу якої входять керівники вищеназваних державних органів. Розглядаючи розподіл функцій регулювання фондового ринку між державними органами, неважко дійти висновку, що основний обсяг робіт у цій справі покладено на Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Вона ж несе й основний тягар відповідальності. Законодавче закріплення за Комісією широких повноважень з регулювання, нагляду та контролю на фондовому ринку стало значним кроком уперед у його становленні. 3

прийняттям закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” (1996) склалася якісно нова ситуація — у державі з'явилися реальні умови та можливості справляти дійовий вплив на процес випуску й обігу цінних паперів. Уперше в Україні відбулася концентрація владних повноважень з регулювання фондового ринку в спеціалізованому державному органі. Комісію з цінних паперів та фондового ринку підпорядковано Президентові України; вона є також підзвітною Верховній Раді України. Цим забезпечується її незалежне становище. Комісія створюється у складі Голови Комісії та шести її членів. Усі вони призначаються та звільняються Президентом України. Голова й члени Комісії мають право без окремих доручень репрезентувати її в суді (арбітражному суді). Термін повноважень Голови і членів Комісії — сім років. Та сама особа не може бути членом Комісії понад два терміни поспіль. Звільнення Голови і членів Комісії протягом терміну їхніх повноважень можливе тільки з власного бажання, а також у разі заподіяння ними шкоди державі і у зв'язку з неможливістю виконання обов'язків за станом здоров'я. Комісія є певною адміністративною системою, до якої входять центральний апарат і територіальні органи, що координують діяльність з місцевими державними адміністраціями та органами місцевого самоврядування. Уповноваженими особами Комісії є: Голова і члени комісії, голови її територіальних відділень, а також працівники центрального апарату і територіальних відділень (з окремого письмового доручення Голови Комісії або голови відділення). Уповноважені мають право безперешкодного доступу до документів, а також право вимагати для перевірки необхідну інформацію, залучати спеціалістів для проведення

перевірок і ревізій, ставити питання перед органами Прокуратури та Міністерства внутрішніх справ про порушення кримінальних справ у разі потреби. При Комісії створюється Консультативно-експертна рада, яка розробляє рекомендації щодо фондової політики і бере участь у підготовці та обговоренні проектів законодавчих актів. До основних цілей Комісії належить: формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку й функціонування фондового ринку в Україні, координація діяльності державних органів у цій сфері; здійснення державного регулювання й контролю за випуском та обігом цінних паперів і їх похідних в Україні, запобігання порушенням законодавства через застосування відповідних санкцій; сприяння розвитку фондового ринку адаптацією національного ринку до міжнародних стандартів, узагальненням практики застосування законодавства України про цінні папери, опрацюванням пропозицій з його вдосконалення. Названі цілі реалізуються через виконання широкого діапазону функцій і прав, законодавчо закріплених за Комісією. Багато функцій мають певну схожість, що дає змогу групувати їх і узагальнити покладені на комісію завдання: 1) участь в опрацюванні проектів законів та законодавчих актів, роз'яснення порядку застосування законодавства про цінні папери; 2) встановлення правил, вимог, порядку, стандартів, процедур випуску й обігу цінних паперів, у тім числі: а) вимог до розміщення цінних паперів; б) вимог до випуску цінних паперів комерційними банками (узгоджується із Національним банком України); в) до порядку стандартизації цінних паперів та інформації про випуск таких; г) до порядку реєстрації фондових бірж і позабіржових торговельно-інформаційних систем, а також правил функціонування організаційно оформлених паперів і порядку реєстрації саморегульованих організацій; д) до правил виконання операцій за участю афіліруваних осіб; е) до порядку діяльності іноземних юридичних осіб, а також до правил допущення цінних паперів іноземних емітентів на ринок України; 3) ліцензування діяльності з випуску й обігу цінних паперів, окремих різновидів паперів, окремих видів професійної діяльності (інвестиційних фондів, інвестиційних компаній, комерційних банків та ін.), а також дозвіл на обіг цінних паперів українських емітентів за рубежом; 4) встановлення порядку складання звітності учасниками фондового ринку, а також обліку операцій з цінними паперами (узгоджується з Міністерством фінансів і Національним банком); 5) координація роботи з підготовки спеціалістів з питань фондового ринку, встановлення кваліфікаційних вимог до професіоналів, проведення сертифікації спеціалістів; 6) організація наукових досліджень з питань функціонування фондового ринку; 7) інформування громадськості про свою діяльність і стан фондового ринку. Для виконання такого широкого комплексу завдань і функцій Комісію наділено відповідними повноваженнями. Вона має право: 1) розробляти нормативні акти, моделі інфраструктури фондового ринку і робити висновки про віднесення цінних паперів до певного виду; 2) встановлювати нормативи власних коштів, які обмежують ризик в операціях з цінними паперами, встановлювати плату за видачу ліцензій, реєстрацію документів і надання інформації, а також здійснювати сертифікацію програмного забезпечення фондового ринку; 3) встановлювати обмеження щодо суміщення видів професійної діяльності на фондовому ринку, у тім числі обмеження стосовно залучення торговельно-інформаційних систем до інших видів діяльності; 4) призначати тимчасово

(строком до двох місяців) керівників фондових бірж та інших установ фондового ринку, а також обмежувати або припиняти допущення цінних паперів на фондовій біржі; 5) здійснювати моніторинг руху інвестицій в Україну та за її межі, які відбуваються через фондовий ринок. Комісії надано й інші повноваження та права, які уможливають здійснення її діяльності в повному обсязі і виконання нею відповідальних завдань. Наприклад, у разі недотримання емітентами вимог законодавства або відповідних нормативних актів Комісії остання може не тільки вимагати змін у будь-якому рекламному оголошенні або іншому засобі інформування інвесторів стосовно публічної пропозиції чи відкритого продажу цінних паперів, а навіть вимагати припинення даної пропозиції взагалі. Законом передбачено, що державні органи зобов'язані сприяти Комісії у виконанні її функцій. Органи приватизації, наприклад, зобов'язані надавати Комісії необхідні документи про об'єкти державної власності, котрі приватизуються, якщо в процесі їх приватизації передбачається випуск цінних паперів. Правоохоронні органи — інформацію, необхідну для забезпечення належного контролю за діяльністю на фондовому ринку, якщо, звичайно, така інформація не зашкодить розслідуванню злочину. У разі недопущення працівників Комісії до проведення перевірок органи внутрішніх справ на прохання вповноважених Комісії зобов'язані негайно вжити заходів для примусового забезпечення проведення перевірок. Функція перевірок і ревізій, яку здійснює Комісія, є настільки важливою, що про неї варто поговорити окремо. Якщо в найбільшому узагальненні назвати основні засади державного регулювання фондового ринку, досить сказати лише два слова: законодавство і контроль. Уже багато говорилося про значення законів і правил для нормального функціонування фондового ринку. "Dura lex sed lex" — "Суворий закон, але це закон", як говорили ще стародавні римляни, маючи на увазі, що закони треба виконувати. А для цього потрібен контроль. Основну турботу про впровадження контрольного механізму в життя взяла на себе Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. У цьому можна переконатися, ознайомившись із переліком повноважень, якими наділено Комісію згідно з чинним законодавством України. Їй надано право: проводити перевірки і ревізії учасників фондового ринку; контролювати вірогідність інформації, що подається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку, та її відповідність встановленим стандартам; контролювати разом з іншими виконавчими органами поліграфічну базу, що випускає цінні папери; вилучати на час проведення перевірок на термін до трьох діб документи, що підтверджують факти порушення законодавчих актів про цінні папери; призначати державних представників на фондовій біржі, у депозитарії і торговельно-інформаційні системи; надсилати емітентам, особам, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку, фондовим біржам і саморегулювальним організаціям обов'язкові для виконання розпорядження щодо усунення порушень законодавства про цінні папери і вимагати надання необхідних документів згідно з чинним законодавством; у разі порушення законодавства про цінні папери і нормативні акти виносити попередження, призупиняти на термін до одного року розміщення (продаж) та обіг цінних паперів того чи іншого емітента, дію спеціальних дозволів (ліцензій), а також анулювати їх; у разі порушення фондовою біржею законодавства про цінні папери, статуту і правил фондової біржі припиняти торгівлю на фондовій біржі

до усунення таких порушень; у разі виявлення ознак правопорушення у вигляді випуску в обіг або розміщення незареєстрованих цінних паперів чи діяльності без ліцензії, припиняти всі операції за банківськими рахунками відповідної юридичної особи до виконання чи відміни в судовому порядку рішення про накладення штрафу; накладати адміністративні стягнення і штрафи, застосовувати інші санкції за порушення чинного законодавства до юридичних осіб та їхніх співробітників аж до анулювання дозволів на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку; з метою захисту інтересів інвесторів і громадян ставити питання про звільнення з посад керівників фондових бірж, депозитаріїв та інших установ інфраструктури фондового ринку у разі недотримання ними чинного законодавства України; направляти матеріали в органи Антимонопольного комітету України у разі виявлення порушень антимонопольного законодавства; направляти матеріали про факти правопорушень, за які передбачено адміністративну й кримінальну відповідальність, у правоохоронні органи. Для прикладу нижче подаються розміри штрафів, які згідно із законодавством накладала Комісія на юридичних осіб у 1997 р.: 1) за випуск в обіг і розміщення незареєстрованих цінних паперів — у розмірі до 10000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або в розмірі до 150% прибутку (надходжень), одержаного в результаті неправомірних дій; 2) за діяльність на ринку цінних паперів без спеціального дозволу (ліцензії) — у розмірі до 5000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян; 3) за ненадання, несвоєчасне надання або надання явно недостовірної інформації — у розмірі до 1000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян; 4) за ухилення від виконання або несвоєчасне виконання розпоряджень і рішень про усунення порушень щодо цінних паперів — у розмірі до 500 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. Штрафи стягуються беззаперечно, якщо протягом 10 днів рішення про штраф не оскаржено в суді. Штрафи накладає Голова Комісії, її члени, а також голови територіальних відділень. Контрольна функція держави на фондовому ринку починається з ліцензування, яке полягає не тільки у видачі дозволів (ліцензій), а й у призупиненні або анулюванні їх. Юридично ліцензування на фондовому ринку трактується як визначення відповідності намірів суб'єкта підприємницької діяльності, фінансово-майнового стану, організаційно-правової форми, кваліфікації співробітників і т. д. вимогам законодавства про цінні папери, котрі регламентують цю професійну діяльність, і видача спеціального дозволу (ліцензії) у разі, коли таку відповідність підтверджено. На всіх фондових ринках, незалежно від того, наскільки вони розвинуті, безліцензійна діяльність кваліфікується як серйозне порушення законодавства, як намагання ввести в оману інвестора та шахраювання з фінансовими ресурсами, що переслідується законом, оскільки призводить до дезорганізації торгівлі цінними паперами. Важлива також реєстрація емісії цінних паперів та інформація про неї. До речі, реєстрація може розглядатися як різновид видачі дозволу на здійснення діяльності на фондовому ринку. Контролю як конкретному поняттю відповідає загальне поняття — нагляд. Якщо контроль у вузькому значенні слова — це моніторинг діяльності учасників фондового ринку з метою виявлення порушень законодавства про цінні папери, то нагляд — це безперервний моніторинг процесів, що відбуваються на фондовому ринку. Нагляд включає такі операції: а) одержання періодичної фінансової звітності про результати діяльності

професіональних учасників фондового ринку; б) аналіз цієї звітності з метою встановлення відповідності діяльності учасників фондового ринку вимогам законодавства (зокрема вимогам майнового і фінансового стану емітента, ліквідності та ін.), що може сприяти захищеності інвестора; в) аналіз будь-якої інформації про події на фондовому ринку з метою виявлення ознак порушення законодавства; г) безпосередній нагляд через участь представників уповноваженого державного органу в торговельних сесіях фондових бірж, у позабіржових фондових торговельних системах, на загальних зборах акціонерів тощо за діяльністю професіональних учасників фондового ринку в процесі здійснення ними операцій з цінними паперами для недопущення порушень законів і стандартів. Дійовість наглядової діяльності то вища, що вищий рівень розвитку інформаційної системи ринку, у тім числі розгалужених інформаційних і телекомунікаційних мереж, механізму моніторингу, а також що досконаліший аналітичний апарат. Механізм власне контролю відрізняється від нагляду. Він включає такі заходи: а) проведення планових і позапланових (цільових — за скаргами і заявами юридичних і фізичних осіб або ініційованих на подання відповідних державних органів) перевірок діяльності учасників фондового ринку; б) з'ясування всіх обставин порушення законодавства на підставі аналізу різноманітної інформації, необхідної для детального розслідування випадку; в) створення системи внутрішнього контролю з допомогою впровадження в діяльність професіональних учасників фондового ринку процедур самоконтролю. Функція контролю за дотриманням законодавства на фондовому ринку є досить кошовною, бо потребує залучення значних кадрових і матеріальних ресурсів. Тому перманентного характеру набуває завдання економного використання ресурсів без погіршення якості контролю. Усі різновиди й форми державного контролю є взаємозв'язаними. Так, підставою для проведення перевірок діяльності професіональних учасників фондового ринку можуть стати ознаки порушення законодавства, виявлені в процесі нагляду; встановлення факту порушення законодавства спричиняє необхідність правозастосування; узагальнення досвіду контрольно-ревізійної роботи і правозастосування сприяють удосконаленню методології контролю та його організації. Державні контрольні органи, вимагаючи від учасників фондового ринку найсуворішого дотримання законів, самі мусять бути бездоганними у своїй роботі. З іншого боку, той, кого контролюють, повинен мати право й можливості для захисту. Таке право і можливість надає йому українське законодавство, безпосередньо регламентуючи відносини на фондовому ринку. Згідно із законом рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку можуть бути оскаржені в суді. Скарги на дії територіальних відділень Комісії у зв'язку зі здійсненням ними контролю за випуском, обігом цінних паперів розглядаються в Комісії. Посадові особи Комісії за невиконання або неналежне виконання посадових обов'язків відповідають за законами України. Збиток, заподіяний учасникам фондового ринку неправомірними діями Комісії, підлягає відшкодуванню у повному обсязі за рахунок держави. Може виникнути питання: чи не є система державного регулювання надто жорсткою? Для того, щоб упевнитися, що це не так, варто звернутися до зарубіжного досвіду, передовсім до механізму державного контролю фондового ринку США. І не тільки в США існує широка система контролю та перевірок фондового ринку. Політики в усьому світі намагаються знизити системний ризик фінансових ринків через

досить жорсткий і різноманітний контроль. Світовий фондовий ринок знає такі види контролю: а) перевірка учасників “на вході” до ринку; б) реєстрація приватних осіб та “відфільтровування” потенційних порушників; в) моніторинг фондової діяльності; г) виїзди на місця та надання права співробітникам контролюючих органів самостійно вирішувати питання проведення перевірок. Однак система фондового ринку в США є особливо типовою для сучасного етапу розвитку світової економіки. Основним державним органом нагляду за ринком цінних паперів у США є Комісія з цінних паперів і бірж, створена незабаром після “Великої депресії” 1929 р. Законодавство США дає цій Комісії широкі права для розроблення правил обігу цінних паперів в інтересах суспільства. Ці правила мають пріоритет перед правилами саморегулювальних організацій (СРО). Комісії надано право проводити як первинні, так і повторні інспекції, у ході яких вивчається фінансова звітність для виявлення фактів недозволеної торгівлі цінними паперами. Комісія має повний доступ до всієї звітності та бухгалтерських документів. 1994 р. місцеві відділення Комісії провели 670 перевірок брокерів-дилерів, 200 перевірок агентів з трансферів, крім того, проінспектували 313 інвестиційних компаній і 953 інвестиційних консультантів. У чинній у США системі відповідальність за порушення покладається як на директорів і бухгалтерів емітента, так і на експертів, які дали згоду на порушення законів і правил. Комісія аналізує роль аудитора в кожному випадку, коли доводиться порушувати справу проти компанії, чиї фінансові звіти успішно пройшли аудит. Процедурні правила Комісії дають їй змогу застосовувати дисциплінарні заходи до бухгалтерів та аудиторів. Співробітники цієї Комісії мають право визначати, чи потрібно перевіряти реєстраційний або інший документ, чи не потрібно. Вони на власний розсуд можуть почати неформальний розгляд того чи іншого питання, робити перевірки звітів про винагороди й телефонні переговори, а також корпоративні документи та аудиторську робочу документацію. Завдяки інспекційним повноваженням Комісії її співробітники можуть одержувати документи від контрольованих юридичних осіб і без їхнього виклику в суд. Комісія може після дисциплінарних слухань усунути фірму або приватну особу від роботи з цінними паперами, заборонити спеціалістам працювати з ними. Закон 1988 р. дав Комісії право домагатися накладення штрафів на торговців-інсайдерів. Згідно із законом 1990 р. повноваження Комісії ще розширено: їй дозволено накладати штраф через позов у федеральному суді США, а також домагатися у федеральному суді заборони обіймати посаду директора або службовця особі, яку запідозрено в шахрайстві з цінними паперами. Комісія підтримує Генерального прокурора США у визначенні ним черговості під час пред’явлення звинувачень у шахрайстві з цінними паперами. Розпочате прокуратурою кримінальне переслідування не заважає Комісії застосовувати адміністративні заходи до правопорушників, а дії Комісії, у свою чергу, не виключають наступного кримінального переслідування. 1994 р. Комісією було вчинено близько 500 цивільних та адміністративних позовів. 1995 р. в Комісії з цінних паперів і бірж США працювало понад 3000 штатних працівників. Частину своїх повноважень Комісія передала Національній асоціації біржових дилерів (НАСД), залишивши за собою контроль за її діяльністю. На допомогу Комісії і НАСД у здійсненні ними регулюючих функцій в США створено й інші потужні структури контролю, зокрема групу біржового нагляду, групу нагляду за позабіржовим ринком,

службу контролю за операціями і дотриманням нормативів, службу розслідування. Для потреб контролю використовуються новітні автоматизовані системи. Обробка даних фондового ринку програмними засобами дає змогу вчасно помічати тенденції, що вказують на порушення правил торгівлі цінними паперами, — найчастіше випадки продажу акцій особами, які володіють конфіденційною інформацією (факти інсайдерської торгівлі). Створені в США телекомунікаційні системи збирають, звіряють, обробляють та надсилають до системи котирування найостанніші дані про фондові угоди. Найширша звітність про кожну угоду надходить до аналітичних центрів за 90 секунд. Контрольні функції на фондовому ринку є винятковими не тільки за ретельністю аналізу на підставі докладної державної звітності, а й за своїми масштабами: досить нагадати, що працівники тільки однієї з вищеназваних структур — групи нагляду за позабіржовим ринком — щоденно відстежують угоди обсягом до 40 млн акцій за 30-ма тис. найменувань. Зрозуміло, що в країнах з перехідною економікою система регулювання та обігу цінних паперів має бути ще більш жорсткою, бо в таких країнах спостерігається значно більше спроб порушення законодавства. Важливу та пріоритетну роль у законодавчому регулюванні національного ринку цінних паперів відіграють міжнародні правові акти — договори, конвенції, угоди, укладені міжнародними організаціями та фінансовими інститутами у сфері розвитку, функціонування та регулювання ринку цінних паперів. Участь України в укладанні таких актів сприяє дальшій інтеграції нашої держави в міжнародні ринки капіталу.