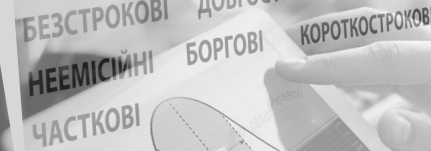


Рамський А.Ю.
Жукова Ю.М.
Обушний С.М.

РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ у питаннях та відповідях

Навчальний посібник

ДЕРЖАВНІ МУНІЦИПАЛЬНІ
ДОКУМЕНТАРНІ ІМЕННІ ОРДЕРНІ
БЕЗДОКУМЕНТАРНІ НЕЕМІСІЙНІ
ЕМІСІЙНІ СЕРЕДНЬОСТРОКОВІ ПОХІДНІ
БЕЗСТРОКОВІ ДОВГОСТРОКОВІ
НЕЕМІСІЙНІ БОРГОВІ КОРОТКОСТРОКОВІ
ЧАСТКОВІ



Київ 2021

Рекомендовано до друку Вченою радою
Київського університету імені Бориса Грінченка
(протокол №10 від 26.11.2020 р.)

Автори:

Рамський А.Ю., професор кафедри фінансів та економіки Факультету інформаційних технологій та управління Київського університету імені Бориса Грінченка, доктор економічних наук, доцент;

Жукова Ю.М., доцент кафедри фінансів та економіки Факультету інформаційних технологій та управління Київського університету імені Бориса Грінченка, кандидат економічних наук, доцент;

Обушний С.М., доцент кафедри фінансів та економіки Факультету інформаційних технологій та управління, Київського університету імені Бориса Грінченка, кандидат економічних наук.

Рецензенти:

Селіверстова Л.С., професор кафедри фінансів Київського національного торговельно-економічного університету, доктор економічних наук, професор;

Храпкіна В.В., професор кафедри маркетингу та управління бізнесом Національного університету «Кієво-Могилянська академія», доктор економічних наук, професор.

Рамський А.Ю., Жукова Ю.М., Обушний С.М.

Р-21 Ринок цінних паперів у питаннях та відповідях : навч. посіб. — К. : Київ. ун-т ім. Б. Грінченка, 2021. — 228 с.
ISBN 978-617-658-098-0

Навчальний посібник містить матеріал, який дає комплексне уявлення про функціонування ринку цінних паперів, його організаційну структуру та учасників. Схарактеризовано різні види цінних паперів, розглянуто питання емісії та обігу цінних паперів, методи розрахунку біржових індексів, особливості здійснення інвестицій у цінні папери та ризики пов'язані з ними.

Для магістрантів та аспірантів закладів вищої освіти, які навчаються за спеціальностями 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» та 051 «Економіка».

УДК 336.76

ЗМІСТ

Тема 1. РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ, ЙОГО СТРУКТУРА Й ФУНКЦІЇ	11
Що є джерелами формування заощаджень.	
Причини виникнення фінансового ринку	11
З яких сегментів складається фінансовий ринок, їх роль у процесі руху грошових коштів	12
Яка роль ринку цінних паперів у фінансуванні діяльності підприємств	13
Які функції виконує ринок цінних паперів	14
Які характерні ознаки сучасної системи ринку цінних паперів	14
Які існують системи організації фондового ринку	15
У чому полягають особливості німецької моделі організації фондового ринку	15
Які основні ознаки американської моделі організації ринку цінних паперів	16
Які цілі державного регулювання ринку цінних паперів	16
На яких рівнях здійснюється регулювання ринку цінних паперів	17
Як здійснюється державне регулювання фондового ринку за кордоном	17
Яка роль саморегульованих організацій на ринку цінних паперів ...	18
Тема 2. УЧАСНИКИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	19
Хто є основними учасниками ринку цінних паперів	19
Які посередники діють на фондовому ринку	20
Хто такі професійні учасники ринку цінних паперів, їхні види	21
Що таке брокерська діяльність	21
Що таке дилерська діяльність	23
Хто такий керуючий на ринку цінних паперів	24
Що таке клірингова діяльність	24
Що таке депозитарій, його обов'язки	25
Які існують види депозитаріїв	27

У чому полягає діяльність із ведення реєстру власників цінних паперів	28
<i>Хто такі номінальні утримувачі цінних паперів, їхні обов'язки</i>	28
<i>Які обов'язки власника реєстру</i>	30
У чому полягає діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів. Яку інформацію зобов'язаний розкривати організатор	31
Які особливості ліцензування професійної діяльності на ринку цінних паперів	32

Тема 3. ЦІННІ ПАПЕРИ, ЇХ СУТНІСТЬ І КЛАСИФІКАЦІЯ.

АКЦІЇ ТА ОБЛІГАЦІЇ	34
Яка еволюція поняття «цінний папір»	34
Як тлумачиться поняття «цінний папір» у Цивільному кодексі України	35
Що таке бездокументарна форма цінних паперів	35
Яка економічна сутність цінного паперу	36
Чим визначається вартість цінного паперу	38
Яка економічна сутність відносин з перепродажу цінних паперів ...	38
Чим цінні папери відрізняються від інших фінансових інструментів	40
Чим відрізняються пайові, боргові та похідні цінні папери ...	41
Які існують види цінних паперів за способом фіксації прав інвестора	41
Яка існує класифікація цінних паперів за строком	42
Які існують інші класифікації цінних паперів	42
Чим акції відрізняються від боргових цінних паперів	43
Що таке акція	46
Що таке привілейовані акції.	46
<i>Які існують різновиди привілейованих акцій, що використовуються у світовій практиці</i>	47
Що таке звичайна акція та які права вона надає власнику ...	48
Що таке дроблення акцій	49
Що таке контрольний пакет акцій	49
Як відбуваються вибори ради директорів. Кумулятивне голосування	49
Як оформляється сертифікат акції	50
Що таке перепис акціонерів	50
Що таке депозитарні розписки, їх види	51
<i>Які існують рівні депозитарних розписок у США</i>	51

Які існують види вартості акцій	52
Як визначити внутрішню вартість привілейованої акції	53
Як визначити внутрішню вартість звичайної акції	53
Як можна використовувати модель постійного зростання дивідендів для оцінки вартості акцій	55
Як визначити темп приросту дивідендів за акцією	56
Як визначити прибутковість акції, термін володіння якою менше одного року	56
Як визначити прибутковість акції, термін володіння якою більше одного року	57
Що таке облигація	58
Які існують види облигацій за формою випуску та способом обліку прав	58
Які існують види облигацій за формою виплат номіналу й відсотків	59
<i>Які існують способи встановлення купона за облигацією</i>	60
Які існують види облигацій за способом розміщення	61
Які існують види облигацій за емітентом та країною розміщення	61
Яка роль облигацій у покритті витрат державного бюджету	61
Що таке муніципальні облигації, їх види	62
Що таке державні короткострокові облигації	63
Що таке державні довгострокові облигації	64
Що таке корпоративні облигації	64
Що таке забезпечені облигації.	
Які особливості облигацій, забезпечених заставними	65
Що таке незабезпечені облигації	66
Що таке відкличні облигації	66
Що таке облигації з опціоном «пут» й облигації з офертами	67
Що таке викупний фонд, його завдання	67
Що таке конвертовані облигації та облигації з ордером (варантом)	68
Які існують види міжнародних облигацій	68
<i>Що таке єврооблигації, їх особливості</i>	69
<i>Які існують різновиди єврооблигацій</i>	70
Які види вартості має облигація	71
Як визначити вартість облигації	73
Як визначити вартість безкупонної облигації	75
Як визначити поточну прибутковість облигації	75
Що таке прибутковість до погашення облигації, як її визначити	76

Як обчислити прибутковість безкупонної облигації	77
Як визначити прибутковість до погашення облигацій зі змінним купонним доходом	78
Що таке прибутковість за період володіння облигаціями	78
Що таке реалізований відсоток за облигацією	79

Тема 4. КОРОТКОСТРОКОВІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ ТА КОНВЕРТОВАНІ Й ПОХІДНІ ЦІННІ ПАПЕРИ	80
Що таке депозитні сертифікати	80
Які реквізити містить банківський сертифікат	80
Як здійснюється відступлення прав вимог за сертифікатами, їх погашення	82
Як визначити вартість сертифіката	82
Що таке комерційні цінні папери	83
Що таке біржові облигації	84
Які особливості емісії біржових облигацій	85
Що таке вексель, його види	86
Що таке індосамент та аваль	87
Які обов'язкові реквізити має містити вексель	87
Що таке товарні та фінансові векселі	88
Що таке фіктивні векселі	88
Які існують особливості випуску векселів	89
Як визначити вартість і прибутковість дисконтного векселя	89
Як визначити вартість і прибутковість процентного векселя	90
Що таке конвертовані цінні папери	91
Що таке коефіцієнт конверсії	92
Які особливості руху курсу конвертованих цінних паперів	93
Що таке конверсійна вартість	93
Що таке похідні цінні папери, їх види	94
Що таке права на підписку	94
Як визначається вартість прав на підписку	95
Що таке варант	97
Що таке опціон	98
Що таке ф'ючерсні контракти	103
У чому полягає відмінність між ф'ючерсними та форвардними угодами	103
Які особливості організації ф'ючерсних контрактів	104
Як визначити прибутковість ф'ючерсного контракту	106

Тема 5. ЕМІСІЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	108
З яких етапів складається процедура емісії цінних паперів	108
Які особливості прийняття рішення про розміщення цінних паперів	109
<i>Які особливості рішення про розміщення акцій</i>	109
<i>Які особливості рішення про розміщення облігацій</i>	111
<i>Які особливості рішення про розміщення опціонів емітента</i>	111
Яка процедура затвердження рішення про випуск цінних паперів, його зміст	112
<i>Які реквізити мають бути зазначені в сертифікаті цінного паперу</i>	113
<i>Що таке проспект емісії цінних паперів, його зміст</i>	113
Як здійснюється державна реєстрація випуску цінних паперів	116
<i>Як оформляється державна реєстрація випуску</i>	117
Як відбувається розміщення цінних паперів	118
<i>Які особливості розміщення цінних паперів у разі необхідності їх реєстрації</i>	119
<i>Яка роль посередників у розміщенні цінних паперів</i>	120
Який порядок реєстрації звіту про підсумки випуску цінних паперів	121
 Тема 6. ФОНДОВА БІРЖА	 123
Що таке біржовий та позабіржовий ринок.	
Які особливості обігу цінних паперів	123
Що таке біржі, їх види	123
Які організаційно-правові форми бірж існують у світовій практиці	124
Які основні принципи діяльності фондової біржі	125
Які цінні папери котируються на фондовій біржі	126
Які існують органи управління біржі	126
Хто є учасниками біржової торгівлі	127
Що таке лістинг, його правила	128
Які переваги і недоліки лістингу для емітента	128
Що таке касові й термінові угоди з цінними паперами	129
Які особливості угод хеджування і спекуляцій зі строковими контрактами	130
Що таке біржовий наказ	133
Які існують типи наказів за ціною виконання	133
Яким чином у наказі зазначається термін та обсяг виконання	134

Що таке біржові торги	135
Що таке відкриті біржові торги	135
Як здійснюється торгівля на замовлення	136
Які етапи здійснення угоди з цінними паперами	137
Як відбувається звірка параметрів укладеної угоди	138
Як здійснюється кліринг цінних паперів	139
Як організовується поставка цінних паперів	140
Що таке біржові бюлетені	142
Що таке біржові індекси.....	143
Яка історія і порядок розрахунку індексу Доу — Джонса	144
Як розраховується індекс Standard & Poor's	148
Які інші індекси існують у США	149
Які основні індекси в інших розвинених країнах	149
Яка роль індексів в угодах хеджування та спекуляціях	150
Як здійснюється торгівля цінними паперами на позабіржовому ринку	151
Хто такий організатор торгівлі на позабіржовому ринку	152
Як відбувався розвиток торговельних систем позабіржового ринку в США	152
Що таке NASDAQ та принципи, за якими вона працює	154
Що таке третій і четвертий ринки у США.	
Які торгові системи їх обслуговують	155

Тема 7. КОМЕРЦІЙНІ БАНКИ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Яка мета операцій банків з цінними паперами	158
Які цінні папери та з якою метою емітують банки	159
У чому полягають операції банків з обліку векселів	160
Які особливості банківських позик під заставу векселів	161
Що таке вексельний кредит, його особливості	162
У чому полягають форфейтингові операції з вексями	163
Що таке інкасування векселів	164
Що таке доміціяція векселів	165
Що таке операції РЕПО	165
Яка роль цінних паперів у підтримці ліквідності банку.....	166
Які цінні папери можуть використовуватися банками для підтримки ліквідності	167
Яка мета довгострокових інвестицій банків у цінні папери	168
Що таке процентний ризик, як ним керувати	168
Які нормативні вимоги до інвестиційних операцій банків	169
Що мають на меті банки, інвестуючи в акції	170
Чи є банки професійними учасниками ринку цінних паперів	170

Тема 8. ФІНАНСОВІ ПОСЕРЕДНИКИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО Й КОНТРАКТНОГО ТИПУ	171
Що таке інвестиційний банк	171
Що таке інвестиційні фонди, їх види в США	171
Які переваги та недоліки інвестиційних фондів	172
Які існують типи взаємних фондів	173
Що таке трастові інвестиційні фонди	174
Що таке інвестиційний фонд	175
Що таке пайові інвестиційні фонди, їх типи	175
Що таке інвестиційний пай, особливості його обігу	176
Які існують види пайових інвестиційних фондів за об'єктами інвестування	177
Як визначається вартість чистих активів фонду та паю	177
Що таке реєстр власників інвестиційних паїв	178
Яка роль страхових компаній на ринку цінних паперів	178
Яка роль недержавних пенсійних фондів на ринку цінних паперів	179
Тема 9. РИЗИК ВКЛАДЕНЬ У ЦІННІ ПАПЕРИ	181
Що таке ризик цінного паперу	181
Що таке підприємницький ризик	181
Що таке кредитний і фінансовий ризику	182
Що таке ризик купівельної спроможності й валютний ризик	183
Що таке процентний ризик	183
Що таке ризик ліквідності	184
Що таке ринковий ризик	184
Що таке випадковий ризик	185
Що таке галузевий ризик	185
Що таке ризик країни	185
Що таке інвестиційний ризик	186
Як визначити ризик акції, якщо відома ймовірність розподілу.	
Які особливості нормального розподілу	187
Як визначити ризик акції, якщо невідома ймовірність розподілу	190
Яке співвідношення між ризиком і прибутковістю цінних паперів	192
Що таке рейтинги цінних паперів, їх роль в оцінці кредитного ризику	194

Тема 10. ПОРТФЕЛЬ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	196
Чому інвестори формують портфелі цінних паперів	196
З яких інструментів складається інвестиційний портфель	197
Як визначити прибутковість портфеля цінних паперів	198
Як визначити ризик портфеля через дисперсію	199
Які існують традиційні підходи до формування портфеля	202
У чому полягають основні передумови портфельної	
теорії Марковіца	202
<i>Що таке безліч ефективних портфелів</i>	204
<i>Як вибрати ефективний портфель</i>	205
<i>Які існують недоліки моделі Марковіца</i>	205
<i>Які модифікації моделі Марковіца</i>	
<i>при використанні безризикових активів</i>	207
<i>Як модифікувати модель Марковіца</i>	
<i>для безризикових позик</i>	209
Які основні передумови моделі Шарпа	210
Як впливає кількість акцій у портфелі на його ризик	211
Чи впливає диверсифікація на ризик окремої акції	213
Що таке β -коефіцієнт акції, як його обчислити	214
Які передумови моделі оцінки вартості фінансових	
активів	215
Як обчислити β -коефіцієнт портфеля	216
Що таке премія ринкового ризику, як її визначити	217
Як визначити необхідну прибутковість акції.	
Що таке лінія ринку цінних паперів	218
Який вплив інфляції на норму прибутку	218
Чому необхідно формувати портфель цінних паперів	219
Які чинники впливають на склад портфеля	220
Які існують цілі формування портфеля	221
Які принципи диверсифікації портфеля облігацій	223
Які основні етапи формування портфеля акцій	224
Які принципи формування комбінованого портфеля	225
Чи потрібно переглядати портфель.	
Що таке управління портфелем	225
Які основні принципи управління портфелем	226

ТЕМА 1

РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ, ЙОГО СТРУКТУРА Й ФУНКЦІЇ

Що є джерелами формування заощаджень. Причини виникнення фінансового ринку

Економічне зростання у довгостроковому періоді може бути забезпечене за рахунок створення нових виробничих потужностей, вдосконалення техніки й технології виробництва. Це стає можливим, коли суспільство має заощадження, тобто доходи починають переважати над споживанням.

У процесі здійснення діяльності доходи деяких господарюючих суб'єктів починають перевищувати виробничі витрати й таким чином утворюються заощадження. Якщо ці кошти використовуються на розвиток виробництва, то вони перетворюються в інвестиції. Однак інколи у деяких підприємств з різних причин частина заощаджень не завжди відразу обертається на інвестиції. Ці кошти виявляються тимчасово вільними.

Заощадження утворюються і в населення. Вони можуть бути використані для організації власного бізнесу, будівництва житла, накопичуватися на непередбачуваний випадок, освіти для дітей тощо. Проте частина коштів також може виявитися тимчасово вільною.

Отже, в ході виробництва, споживання товарів і послуг у підприємств, населення (а іноді й у держави) виявляються тимчасово вільні гроші. У той же час інші підприємства, інша частина населення (а часто й держава) потребують додаткових коштів. Таким чином, створюються передумови виникнення фінансового ринку, на якому гроші рухаються самостійно, незалежно від руху товарів і послуг. Власники грошових коштів виступають як

постачальники капіталу (продавці), а позичальники — як споживачі (покупці).

З яких сегментів складається фінансовий ринок, їх роль у процесі руху грошових коштів

Рух вільних грошових коштів від постачальників до споживачів капіталу здійснюється каналами фінансового ринку, основне призначення якого полягає в тому, щоб забезпечити трансформацію заощаджень в інвестиції.

Залежно від того, яким чином відбувається передача грошових коштів від продавців капіталу до покупців, можна виділити два основні сегменти фінансового ринку. Перший — це *ринок банківських кредитів*. Банки акумулюють тимчасово вільні гроші юридичних і фізичних осіб, виплачуючи за залучені кошти певний відсоток, а потім надають кредити позичальникам під більш високий відсоток. Отже, процес руху грошей від їх власника до покупця опосередковується банком.

Здебільшого такий спосіб передачі грошових коштів відповідає інтересам власника грошей, оскільки останній, хоч й отримує від банку нижчий відсоток, але таким чином перекладає на нього ризик неповернення грошей позичальником. Крім надійності банківські вклади є високоліквідними, оскільки вкладник може легко забрати свої кошти. До того ж вкладення грошових коштів у банки є доступними навіть для найдрібніших вкладників.

Як уже зазначалося, банк виплачує вкладникам більш низький відсоток порівняно з тим, який бере зі своїх позичальників. Тож цілком природним є прагнення власників капіталу мати справу безпосередньо зі споживачами (позичальниками). Щодо останніх, то їм теж інколи вигідніше мати прямі відносини з власниками капіталу. Річ у тому, що отримання банківського кредиту в Україні часто пов'язане зі значними труднощами. У той же час банки часто не в змозі надати кредит на той термін, якого потребує позичальник. Крім того, у банку може не бути потрібної суми кредиту, необхідної останньому для здійснення великих про-

ектів. Все це змушує споживачів капіталу використовувати інший спосіб залучення грошових коштів — випуск цінних паперів. Таким чином у них з'являється можливість залучати гроші багатьох власників капіталу, збирати великі суми на більш тривалий термін, іноді й на необмежений час, якщо йдеться про випуск акцій.

Отже, випуск цінних паперів за певних обставин відповідає інтересам як постачальників, так і споживачів капіталу. Передача грошових коштів від власників капіталу до осіб, які його потребують, здійснюється на *ринку цінних паперів*, що є другою складовою частиною фінансового ринку.

Яка роль ринку цінних паперів у фінансуванні діяльності підприємств

Підприємство може фінансувати розширення своєї діяльності за рахунок власного фінансування, наприклад нерозподіленого прибутку. Що ж стосується зовнішнього фінансування, то воно може бути здійснене на пайовій та борговій основі.

Акціонерні товариства можуть здійснювати фінансування за допомогою ринку цінних паперів шляхом випуску акцій. Організація нових акціонерних товариств також може відбуватися тільки за рахунок залучення капіталу на ринку цінних паперів.

Боргове фінансування може здійснюватися як за рахунок банківських кредитів, так і через випуск боргових цінних паперів. У різних країнах співвідношення цих джерел різне. Наприклад, у США облігаційні позики складають більшу частину позикового капіталу. У той же час у деяких країнах облігації як джерело фінансування підприємств не отримали достатнього поширення. Однак з огляду на те, що в сучасних умовах у всьому світі все більшого значення набувають процеси сек'юритизації боргу (тобто зростання частки цінних паперів у структурі інструментів фінансового ринку), можна стверджувати, що ринок цінних паперів є найважливішим каналом фінансування економіки.

Які функції виконує ринок цінних паперів

Ринок цінних паперів виконує низку функцій:

- за допомогою випуску цінних паперів заощадження фізичних та юридичних осіб перетворюються в інвестиції і використовуються для розширення й удосконалення виробництва;
- за допомогою ринку цінних паперів здійснюється перерозподіл капіталу зі «старих», «затухаючих» галузей у «нові», високотехнологічні, у результаті чого відбувається формування раціональної структури виробництва;
- шляхом купівлі-продажу акцій здійснюється переділ власності між акціонерами;
- шляхом купівлі-продажу боргових цінних паперів змінюється склад кредиторів, а отже, забезпечується ліквідність боргу;
- шляхом випуску цінних паперів покривається дефіцит державного й муніципального бюджету;
- з розвитком ринку цінних паперів зростає можливість появи венчурного капіталу, що дає змогу розвивати нові галузі виробництва, а власникам цінних паперів — отримувати високий прибуток;
- за допомогою ринку цінних паперів інвестори отримують можливість страхування ризиків своїх вкладень через укладення різного роду угод і використання похідних фінансових інструментів.

Які характерні ознаки сучасної системи ринку цінних паперів

Сучасна система ринку цінних паперів у країнах з ринковою економікою формувалася протягом багатьох десятиліть. Її характерними ознаками є:

- поєднання різних видів цінних паперів, що випускаються державними та недержавними емітентами, що дає змогу здійснювати вибір як емітентам, так й інвесторам;

- наявність чітко налагодженого механізму, що забезпечує безперешкодний перехід цінних паперів від одного власника до іншого;
- можливість отримання потенційним інвестором вичерпної інформації про цінні папери;
- досить надійна система державного контролю за ринком цінних паперів, спрямована на захист інтересів інвесторів від протиправних дій з боку емітентів і посередників.

Які існують системи організації фондового ринку

Незважаючи на те, що кожна країна по-своєму розв'язує питання організації національного фондового ринку, виділяють дві основні системи його організації, які умовно можна назвати американською та німецькою. Зрозуміло, що американська модель найбільш характерна для США, а німецька — для ФРН. Однак у більшості країн мають місце системи, які поєднують у собі ознаки обох моделей.

У чому полягають особливості німецької моделі організації фондового ринку. Найбільш характерними ознаками німецької моделі організації фондового ринку є такі:

- централізація обігу цінних паперів на організованому ринку (фондовій біржі, яка є повністю державною або напівдержавною установою);
- цінні папери обліковуються та зберігаються в центральному депозитарії;
- капітали концентруються в банках;
- відсутні обмеження діяльності банків на ринку цінних паперів, банки займаються кредитуванням та інвестиційною діяльністю;
- банки часто самі є професійними учасниками ринку цінних паперів або створюють відокремлені підрозділи для роботи з цінними паперами;
- зазвичай відсутні обмеження на суміщення різних видів діяльності на ринку цінних паперів;

- вторинний ринок акцій розвинений слабо; великі пакети акцій перебувають у руках інсайдерів і рідко надходять на ринок;
- на фондовому ринку домінують корпоративні облигації.

Які основні ознаки американської моделі організації ринку цінних паперів. Американська модель організації фондового ринку істотно відрізняється від німецької й характеризується такими рисами:

- фондові біржі є недержавними установами;
- значний розвиток має позабіржовий ринок цінних паперів;
- велика кількість акцій перебуває у вільному обігу;
- на фондовому ринку домінують спеціалізовані інвестиційні інститути, для яких ця діяльність є виключним видом;
- кредитні організації не можуть інвестувати кошти в корпоративні цінні папери. Це пов'язано з тим, що банки оперують не тільки власними, а й залученими коштами і клієнти не знають, куди вкладені їхні гроші. А операції з цінними паперами пов'язані з високим ступенем ризику;
- банки можуть виступати на ринку корпоративних цінних паперів як депозитарії, реєстратори, клірингові організації або здійснювати діяльність з керування активами за рішенням комісії з цінних паперів.

У більшості країн системи організації фондового ринку поєднують у собі ознаки обох зазначених систем.

Які цілі державного регулювання ринку цінних паперів

Ринок цінних паперів як складова частина фінансово-кредитної системи є об'єктом державного регулювання. Метою державного регулювання ринку є створення такої системи, яка сприятиме надходженню інвестицій в економіку країни, створюватиме рівні можливості всім учасникам ринку і не допускатиме ущемлення інтересів одних учасників ринку за рахунок інших.

Система державного регулювання здійснює безпосередній вплив на розвиток окремих сегментів фінансового ринку. Так, якщо американська система регулювання націлена на залучення капіталу шляхом випуску цінних паперів, то німецька, навпаки, віддає перевагу розвитку кредитних відносин.

Державне регулювання фондового ринку здійснюється відповідними державними органами згідно з нормативно-правовими актами, у яких визначено основні напрями й важелі регулювання.

На яких рівнях здійснюється регулювання ринку цінних паперів. Нормативно-правова база регулювання ринку цінних паперів складається з трьох рівнів:

- 1) законодавчі акти, прийняті вищим законодавчим органом країни. У законах зазвичай прописуються основні принципи регулювання без деталізації;
- 2) нормативні акти, які приймаються органами виконавчої влади — урядом, міністерствами і відомствами;
- 3) правила, інструкції, методики, які розробляються саморегульованими організаціями й організаторами торгівлі.

Якщо вимоги законодавчих та нормативних актів є обов'язковими для всіх учасників фондового ринку, то правила третього рівня призначені для членів й учасників відповідних організацій.

Як здійснюється державне регулювання фондового ринку за кордоном. Система органів державного регулювання ринку цінних паперів багато в чому залежить від того, яка існує модель організації фінансового ринку в країні. Там, де переважає німецька, функція регулювання фондового ринку покладається на органи банківського нагляду й центральний банк. У країнах з небанківською моделлю організації фінансового ринку (американською) зазвичай створюються спеціальні органи — комісії з цінних паперів. У деяких країнах зі змішаною моделлю організації фінансової системи функції координуючого органу з регулювання фондового ринку покладаються на міністерство фінансів або інші органи.

Органом державного регулювання ринку цінних паперів у США є Комісія з цінних паперів і бірж. Вона була створена в 1934 р. на підставі прийнятого в тому ж році Закону про цін-

ні папери (Securities Exchange Act), у якому визначалися основні правила торгівлі цінними паперами. Від самого початку Комісія регулювала діяльність фондових бірж, інвестиційних компаній, інвестиційних консультантів, брокерів та дилерів, а з 1939 р. — і діяльність трастових компаній. З 1975 р. з прийняттям доповнення до закону 1934 р. обов'язки Комісії передбачають діяльність клірингових компаній і небанківських трансфер-агентів. Щодо банків, які виступають трансфер-агентами на ринку цінних паперів, то їх діяльність також регулюється Комісією з цінних паперів і бірж, але разом з органами регулювання банківською діяльністю.

Яка роль саморегульованих організацій на ринку цінних паперів

Система регулювання фондового ринку з боку держави доповнюється регулюванням з боку саморегульованих організацій. Поєднання цих двох способів регулювання багато в чому залежить від того, яка концепція покладена в основу регулювання ринку. У деяких країнах (наприклад, у Франції) регулювання в основному здійснюється органами державної влади, лише деяка частина функцій делегується саморегульованим організаціям. У низці інших країн функції регулювання ринку здебільшого можуть здійснювати саморегульовані організації.

Саморегульована організація засновується професійними учасниками ринку цінних паперів для забезпечення умов професійної діяльності учасників ринку цінних паперів, дотримання стандартів професійної етики, встановлення правил і стандартів проведення операцій з цінними паперами, забезпечення ефективної та прозорої діяльності на ринку цінних паперів.

Саморегульована організація встановлює обов'язкові для своїх членів правила здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів, стандарти проведення операцій з цінними паперами, здійснює контроль за їх дотриманням.

ТЕМА 2

УЧАСНИКИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Хто є основними учасниками ринку цінних паперів

Учасниками ринку цінних паперів є насамперед споживачі й постачальники капіталу. Споживачі капіталу, які залучають грошові кошти шляхом випуску цінних паперів, — *емітенти*. Постачальники капіталу, які вкладають свої кошти в купівлю цінних паперів з метою отримання прибутку, — *інвестори*.

Кожен з учасників має різну мету. Інвестори зацікавлені в тому, щоб їхні вкладення приносили високий дохід, були досить надійними й ліквідними (тобто легко конвертовані в готівку). Емітенти цінних паперів (споживачі капіталу) хочуть отримати потрібні кошти якнайшвидше, водночас останні не повинні коштувати дуже дорого. Зрозуміло, що, як і на будь-якому ринку, ціна на цінні папери в кінцевому підсумку залежатиме від співвідношення попиту й пропозиції.

Емітентами цінних паперів можуть бути: держава (в особі, наприклад, міністерства фінансів), місцеві органи влади (муніципалітети), бізнес (підприємства різних організаційно-правових форм). Державні й муніципальні органи влади емітують боргові зобов'язання, у той час як деякі приватні емітенти (акціонерні товариства) можуть випускати також і пайові цінні папери.

Інвесторами можуть бути як фізичні особи (громадяни), так і юридичні (підприємства різних організаційно-правових форм). Будь-яка фізична або юридична особа, яка купує цінні папери від свого імені й за свій рахунок, є інвестором.

Які посередники діють на фондовому ринку

Крім емітентів та інвесторів на ринку цінних паперів діють різного роду посередники, кожен з яких займає своє місце і виконує свою роль в інвестиційному процесі, здійснюваному за допомогою ринку цінних паперів. Посередників умовно можна поділити на дві групи.

До першої належать фінансові посередники, які залучають вільні капітали (заощадження) фізичних і юридичних осіб, випускаючи при цьому власні зобов'язання, а потім надають залучені кошти кінцевим споживачам капіталу шляхом купівлі цінних паперів різних емітентів. До цієї категорії зараховують комерційні банки, інвестиційні компанії, акціонерні й пайові інвестиційні фонди, контрактні інститути (страхові компанії, пенсійні фонди). Цю групу фінансових посередників називають інституційними, або колективними, інвесторами, оскільки характер їхньої діяльності спрямований на мобілізацію розрізаних коштів багатьох суб'єктів з метою подальшого інвестування.

До другої групи посередників належать підприємства й організації, які здійснюють свою діяльність на ринку цінних паперів як виключно, надаючи послуги емітентам та інвесторам з випуску, обігу, обліку та зберігання цінних паперів. Завдяки посередникам вільні грошові кошти постачальників капіталу значно швидше потрапляють до рук споживачів капіталу й можуть бути використані для розвитку виробництва. Потенційний інвестор потребує поради фахівця щодо того, у які цінні папери слід інвестувати кошти, щоб досягти бажаних цілей. Так само й емітент, що залучає кошти шляхом випуску цінних паперів, потребує допомоги посередника. Посередники, оскільки вони спеціалізуються на операціях з цінними паперами, краще знають, які цінні папери є найбільш привабливими для інвесторів. Тому перші починають працювати з емітентом, як тільки приймається рішення про випуск цінних паперів. Зазвичай посередники беруть участь у підготовці проспекту емісії цінних паперів нового випуску, допомагають розміщувати нові випуски й нерідко викуповують частину

або навіть весь випуск цінних паперів з метою їх подальшого перепродажу інвесторам. В останньому випадку вони беруть на себе ризик, пов'язаний з розміщенням цінних паперів.

У різних країнах посередники можуть мати різні назви, нерідко їх називають «інвестиційними інститутами». Вони можуть займатися або одним видом діяльності, або поєднувати кілька видів. Діяльність інвестиційних інститутів зазвичай регламентується певними нормативними актами.

Хто такі професійні учасники ринку цінних паперів, їхні види

Професійні учасники ринку цінних паперів — це юридичні особи, зареєстровані як підприємці, які здійснюють певні види діяльності. Залежно від виду останньої виділяють таких професійних учасників ринку цінних паперів: брокер, дилер, керуючий, клірингова організація, депозитарій, реєстратор, організатор торгівлі.

Що таке брокерська діяльність. Брокерська діяльність — це діяльність зі здійснення цивільно-правових угод з цінними паперами від імені та за рахунок клієнта або від свого імені й за рахунок клієнта на підставі оплатних договорів з клієнтом. Професійний учасник ринку цінних паперів, який здійснює брокерську діяльність, називається брокером.

Між клієнтом і брокером (брокерською фірмою) укладається договір доручення або договір комісії на надання клієнту брокерських послуг. У разі укладення договору доручення брокерська компанія діє як повірений й укладає угоди від імені та за рахунок клієнта (довірителя). При укладанні договору комісії брокер діє як комісіонер, тобто вчиняє правочин від свого імені, але за рахунок клієнта (комітента). У договорі вказується розмір комісійних брокеру за виконання замовлення, розмір його додаткової винагороди в разі, якщо лімітоване замовлення виконано за більш вигідною ціною, визначається порядок розрахунків між клієнтом і брокером.

Брокер може виконувати заявки клієнта на біржі або в позабіржовій торгівлі. Він може це робити сам або передати біржовому брокеру, що виконує доручення інших брокерів.

Грошові кошти клієнтів, передані брокеру для інвестування в цінні папери, та ті, що отримані за угодами, здійсненими брокером на підставі договорів з клієнтами, повинні перебувати на окремому банківському рахунку (рахунках), що відкривається брокером у кредитній організації (спеціальний брокерський рахунок).

Брокер може використовувати у своїх інтересах грошові кошти, що лежать на спеціальному брокерському рахунку, якщо це передбачено договором про брокерське обслуговування, гарантуючи клієнту виконання його доручень за рахунок зазначених коштів або їх повернення на вимогу клієнта. Грошові кошти клієнтів, які надали право використання грошей брокеру в його інтересах, повинні перебувати на спеціальному брокерському рахунку, окремому від спеціального брокерського рахунку (рахунків), на якому лежать грошові кошти клієнтів, що не надали брокеру такого права. Грошові кошти клієнтів, які надали брокеру право використання грошей, можуть зраховуватися брокером на його власний банківський рахунок.

Брокер може надавати клієнту в позику грошові кошти та / або цінні папери для здійснення операцій купівлі-продажу цінних паперів за умови надання клієнтом відповідного забезпечення. Угоди, що здійснюються з використанням грошових коштів та / або цінних паперів, переданих брокером у позику, називаються маржинальними.

Брокер може стягувати з клієнта відсотки за надані позики. Як забезпечення зобов'язань клієнта за надані позики брокер має право приймати тільки цінні папери, що належать клієнту та / або придбані брокером для клієнта за маржинальними операціями.

У разі неповернення суми позики та / або позичених цінних паперів у строк, несплати в строк відсотків за надану позику, а також якщо сума забезпечення стане менше суми наданої клієнту позики (ринкової вартості позичених цінних паперів), бро-

кер здійснює стягнення грошових коштів та / або цінних паперів, які виступали як забезпечення зобов'язань клієнта за наданими брокером позиками, у позасудовому порядку шляхом реалізації таких цінних паперів на торгах фондової біржі та / або інших організаторів торгівлі на ринку цінних паперів.

Самі брокери для фінансування відкритих позицій своїх клієнтів можуть звертатися по отримання кредиту в банки. При цьому брокери вносять як заставу цінні папери своїх клієнтів, що розглядаються як перезастава (rehypothecation).

Що таке дилерська діяльність. Дилерська діяльність — це укладання угод купівлі-продажу цінних паперів від свого імені й за свій рахунок шляхом публічного оголошення ціни покупки та / або продажу певних цінних паперів із зобов'язанням покупки та / або продажу цих цінних паперів за оголошеними цінами особою, що здійснює таку діяльність.

Професійний учасник ринку цінних паперів, який здійснює дилерську діяльність, називається дилером. За українським законодавством дилером може бути тільки юридична особа, що є комерційною організацією.

Крім ціни дилер має право оголосити інші умови договору купівлі-продажу цінних паперів, а саме: мінімальну і максимальну кількість цінних паперів, що купуються та / або продаються, та термін, протягом якого діють оголошені ціни. У разі відсутності в оголошенні вказівки на інші умови дилер зобов'язаний укласти договір на умовах, запропонованих клієнтом.

Дилерів, які постійно купують і продають певні цінні папери за певними цінами відповідно до правил організованого ринку, називають маркет-мейкерами (market maker). На ринку таких маркет-мейкерів по кожному виду цінних паперів має бути не менше двох.

Комісія у встановленому нею порядку видає ліцензії на такі види професійної діяльності на фондовому ринку (ринку цінних паперів):

- 1) з торгівлі цінними паперами, що включає такі її види:
 - дилерську;

- брокерську;
 - з управління цінними паперами;
 - андеррайтинг;
- 2) з організації торгівлі на фондовому ринку;
 - 3) з управління іпотечним покриттям;
 - 4) депозитарну, що включає такі її види:
 - депозитарну діяльність депозитарної установи;
 - зі зберігання активів інститутів спільного інвестування;
 - зі зберігання активів пенсійних фондів;
 - 5) клірингову.

Хто такий керуючий на ринку цінних паперів. Під діяльністю з управління цінними паперами розуміється здійснення юридичною особою від свого імені протягом певного терміну довірчого управління переданими йому у володіння цінними паперами; грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери; грошовими коштами й цінними паперами, одержаними в процесі управління цінними паперами, що належать іншій особі в інтересах цієї особи.

Професійний учасник ринку цінних паперів, який здійснює діяльність з управління цінними паперами, називається керуючим.

Функції керуючого полягають у формуванні портфеля цінних паперів й управління ним. Цінні папери мають різні інвестиційні властивості (прибутковість, ліквідність, надійність). Інвестор ставить певні цілі при вкладенні коштів у цінні папери. На основі визначеної мети й формується склад портфеля цінних паперів. Останній має бути складений таким чином, щоб цінні папери не втрачали своєї вартості, а приносили дохід, який би не залежав від темпів інфляції. Для досягнення поставленої мети керуючому необхідно проаналізувати фінансовий стан емітентів цінних паперів, інвестиційні властивості останніх і шляхом аналізу різної інформації віддавати перевагу інвестуванню в ті чи ті цінні папери.

Що таке клірингова діяльність. Клірингова діяльність — це діяльність з визначення взаємних зобов'язань (збір, звірка, кори-

гування інформації за операціями з цінними паперами й підготовка бухгалтерських документів за ними), взаємозаліку поставок цінних паперів і розрахунків за ними.

Клірингові організації беруть до виконання підготовлені при визначенні взаємних зобов'язань бухгалтерські документи на підставі їх договорів з учасниками ринку цінних паперів, для яких здійснюються розрахунки. Клірингові організації здійснюють розрахунки як на біржовому ринку, так і на позабіржовому. Уклавши угоду й зареєструвавши її, сторони далі мають справу не одне з одним, а з кліринговою організацією.

Клірингові організації можуть обслуговувати одну або кілька торговельних систем і навіть всі торгівельні системи в межах країни. Створення централізованих торгових систем значно прискорює і полегшує процес укладання, виконання угод та потребу в готівкових коштах.

Централізовані клірингові організації існують в низці країн. Наприклад, у США Національна клірингова корпорація, створена в 1977 р. в результаті об'єднання трьох клірингових організацій, здійснює розрахунки за угодами з цінними паперами, що укладаються на Нью-Йоркській фондовій біржі, Американській фондовій біржі й у системі NASDAQ.

Клірингова організація (або розрахункова палата) зазвичай проводить звірку параметрів укладених у торговельній системі угод, виявляє позицію кожного учасника, здійснює залік зустрічних вимог і зобов'язань учасників клірингу, контроль за дотриманням принципу «поставка проти платежу» або сама бере на себе функцію врегулювання позицій учасників клірингу. Тобто кожен учасник клірингу має справу після укладення угоди не один з одним, а з кліринговою організацією. У результаті діяльності останньої забезпечується безперебійне функціонування торговельних систем, значно спрощується система розрахунків і скорочується рух готівкових грошових коштів.

Що таке депозитарій, його обов'язки. Депозитарна діяльність — це діяльність з надання послуг зі зберігання сертифікатів цінних паперів та / або обліку й переходу прав на цінні папери.

Професійний учасник ринку цінних паперів, який здійснює депозитарну діяльність, називається *депозитарієм*.

Особа, яка користується послугами депозитарію зі зберігання цінних паперів та / або обліку прав на цінні папери, називається депонентом.

Відносини між депозитарієм і депонентом регулюються депозитарним договором (договором про рахунок депо). Депозитарій зобов'язаний затвердити умови здійснення ним депозитарної діяльності, які є невід'ємною складовою частиною укладеного депозитарного договору.

Укладення депозитарного договору не тягне за собою перехід до депозитарію права власності на цінні папери депонента. Депозитарій несе цивільно-правову відповідальність за збереження депонованих у нього цінних паперів.

В обов'язки депозитарію входять:

- реєстрація фактів обтяження цінних паперів депонента зобов'язаннями;
- ведення окремого від інших рахунку депо депонента із зазначенням дати й підстави кожної операції за рахунком;
- передача депоненту всієї інформації про цінні папери, отриманої депозитарієм від емітента або власника реєстру власників цінних паперів.

Депозитарій має право реєструватися в системі ведення реєстру власників цінних паперів або іншого депозитарію як номінальний утримувач відповідно до депозитарного договору. Депозитарій має право залучати до виконання своїх обов'язків інші депозитарії (тобто бути депонентом іншого депозитарію або приймати як депонента інший депозитарій), якщо це прямо не заборонено депозитарним договором.

На підставі укладеного з депонентом депозитарного договору депозитарій зберігає сертифікати документарних цінних паперів, здійснює переказ цінних паперів між рахунками, облік передоручення прав за цінними паперами, облік обтяження цінних паперів зобов'язаннями, передає інвесторам інформацію від емітента і реєстроутримувача. Крім того, депозитарій

за дорученням інвесторів може представляти їхні інтереси перед емітентом.

Депозитарій, відповідно до депозитарного договору, має право на зарахування на свій рахунок доходів від цінних паперів, які зберігаються у нього, з метою перерахування на рахунки депонентів.

Які існують види депозитаріїв. Залежно від категорії клієнтів, що обслуговуються, і видів депозитарних послуг депозитарії поділяються на кастодіальні (кастодіани) та розрахункові.

Кастодіани зазвичай ведуть рахунки депо інвесторів, які не займаються брокерською або дилерською діяльністю. Депонентами розрахункових депозитаріїв є кастодіани й професійні учасники ринку цінних паперів, які торгують на фондових біржах або інших торгових системах.

У низці країн один із розрахункових депозитаріїв (у силу закону або практики, що склалася) може здійснювати відповідальне зберігання всіх цінних паперів на території країни й організовувати трансферти цінних паперів за операціями з цінними паперами, що здійснюються на всіх фондових біржах країни. Такий депозитарій називається центральним. На сьогодні центральні депозитарії існують у понад 40 країнах світу (Grest у Великобританії, SICOVAM у Франції, Deutsche Clearing у ФРН). У США немає центрального депозитарію як такого, але його функції виконують система FedWire, що належить Федеральній резервній системі й обслуговує оборот державних цінних паперів, і Depository Trust Company, яка перебуває у власності багатьох брокерських компаній та обслуговує оборот корпоративних цінних паперів, що торгуються на Нью-Йоркській фондовій біржі.

Спочатку депозитарії в основному створювалися як організації, основною функцією яких було надання послуг зі зберігання цінних паперів з метою захисту їх від втрати, крадіжки, підробки. Поступово ця функція ставала допоміжною у зв'язку зі збільшенням кількості бездокументарних паперів, а основними завданнями депозитарної діяльності стало підтвердження прав власності на цінні папери й організація трансфертів між інвес-

торами без фізичного переміщення цінних паперів. До депозитарної діяльності також належить сприяння інвесторам перед емітентами в реалізації прав інвесторів з цінних паперів, підтвердження обтяження цінних паперів зобов'язаннями та передоручення прав за цінними паперами.

У чому полягає діяльність із ведення реєстру власників цінних паперів. Діяльністю із ведення реєстру власників цінних паперів визнається збір, фіксація, обробка, зберігання та надання даних, що складають систему ведення реєстру власників цінних паперів.

Особи, які здійснюють діяльність із ведення реєстру власників цінних паперів, називаються власниками реєстру (реєстраторами). Здійснення діяльності з ведення реєстру не допускає її суміщення з іншими видами професійної діяльності на ринку цінних паперів.

Під системою ведення реєстру власників цінних паперів розуміється сукупність даних, зафіксованих на паперовому носії та / або з використанням електронної бази даних, що забезпечує ідентифікацію зареєстрованих у системі власників цінних паперів та номінальних утримувачів, облік їхніх прав щодо цінних паперів, зареєстрованих на їхнє ім'я.

Реєстр власників цінних паперів — це частина системи ведення реєстру, що являє собою список зареєстрованих власників із зазначенням кількості, номінальної вартості та категорії належних їм цінних паперів, складений станом на будь-яку встановлену дату, що дає змогу ідентифікувати цих власників, кількість і категорію належних їм цінних паперів.

Держателем реєстру може бути професійний учасник ринку цінних паперів, який здійснює діяльність із ведення реєстру на підставі доручення емітента. У разі, якщо число власників цінних паперів не перевищує 50, держателем реєстру може бути сам емітент. Реєстратор може вести реєстри власників цінних паперів необмеженого числа емітентів.

Хто такі номінальні утримувачі цінних паперів, їхні обов'язки. У системі ведення реєстру можуть бути зареєстровані но-

мінальні утримувачі цінних паперів, які не є їх власниками. Як номінальні утримувачі можуть бути професійні учасники ринку цінних паперів. Депозитарій може бути зареєстрований номінальним утримувачем цінних паперів відповідно до депозитарного договору. Брокер може бути зареєстрований як номінальний утримувач цінних паперів відповідно до договору, на підставі якого він обслуговує клієнта.

Номінальний утримувач цінних паперів може реалізувати права, закріплені цінним папером, тільки в разі отримання відповідного повноваження від власника. Внесення імені номінального утримувача цінних паперів у систему ведення реєстру, а також перереєстрація цінних паперів на ім'я номінального утримувача не несе за собою перехід права власності на цінні папери до номінального утримувача.

Номінальний утримувач іменних цінних паперів, власником яких він є в інтересах іншої особи, зобов'язаний здійснювати:

- всі необхідні дії, спрямовані на забезпечення отримання цією особою всіх виплат, які їй належать за цими цінними паперами;
- угоди й операції з цінними паперами виключно за дорученням особи, в інтересах якої він є номінальним утримувачем цінних паперів;
- облік цінних паперів, які він тримає в інтересах інших осіб, на роздільних позабалансових рахунках.

Номінальний утримувач цінних паперів на вимогу власника зобов'язаний забезпечити внесення в систему ведення реєстру запису про передачу цінних паперів.

Для здійснення власниками прав, закріплених цінними паперами, держатель реєстру має право вимагати від номінального утримувача цінних паперів надання списку власників, номінальним утримувачем яких він є, станом на певну дату. Номінальний утримувач цінних паперів зобов'язаний скласти необхідний перелік і відправити його держателю реєстру протягом семи днів після отримання вимоги.

Які обов'язки власника реєстру. Держатель реєстру зобов'язаний на вимогу власника або особи, що діє від його імені, чи номінального утримувача цінних паперів надати виписку з системи ведення реєстру за особовим рахунком власника протягом п'яти робочих днів. Власник цінних паперів не має права вимагати включення до виписки з системи ведення реєстру інформації, що не стосується його, у тому числі інформації про інших власників цінних паперів та кількості належних їм цінних паперів.

Випискою з системи ведення реєстру є документ, що видається власником реєстру із зазначенням власника особового рахунку, кількості цінних паперів кожного випуску, що числяться на цьому рахунку на час видачі виписки, фактів їх обтяження зобов'язаннями та іншої інформації, що стосується цих паперів.

Права й обов'язки власника реєстру, порядок здійснення діяльності з ведення реєстру визначаються чинним законодавством і договором, укладеним між реєстратором та емітентом.

В обов'язки власника реєстру входить:

- відкрити кожному власнику, що виявив бажання бути зареєстрованим у власника реєстру, та номінальному утримувачу цінних паперів особовий рахунок у системі ведення реєстру на підставі повідомлення про відступлення вимоги або розпорядження про передачу цінних паперів, а при розміщенні емісійних цінних паперів — на підставі повідомлення продавця цінних паперів;
- вносити в систему ведення реєстру всі необхідні зміни й доповнення;
- здійснювати операції на особових рахунках власників і номінальних власників цінних паперів тільки за їхнім дорученням;
- доводити до зареєстрованих осіб інформацію, надану емітентом;
- надавати зареєстрованим у системі ведення реєстру власникам і номінальним власникам цінних паперів, які володіють понад 1 % голосуючих акцій емітента, дані з реєстру

про ім'я (найменування) зареєстрованих в реєстрі власників, кількість, категорії і номінальну вартість належних їм цінних паперів;

- інформувати зареєстрованих у системі ведення реєстру власників і номінальних власників цінних паперів про права, закріплені цінними паперами, про способи і порядок здійснення цих прав.

Держатель реєстру вносить зміни в систему ведення реєстру на підставі:

- 1) розпорядження власника про передачу цінних паперів або особи, що діє від його імені, чи номінального утримувача цінних паперів, який зареєстрований в системі ведення реєстру;
- 2) інших документів, що підтверджують перехід права власності на цінні папери відповідно до цивільного законодавства.

При документарній формі емісійних цінних паперів, що передбачає перебування цінних паперів у їх власників, крім зазначених документів подається також сертифікат цінного паперу. У цьому разі ім'я (найменування) особи, зазначеної в сертифікаті як власник іменного цінного паперу, має відповідати імені (найменування) зареєстрованої особи, вказаної в розпорядженні про передачу цінного паперу.

У чому полягає діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів. Яку інформацію зобов'язаний розкривати організатор. Діяльністю з організації торгівлі на ринку цінних паперів визнається надання послуг, які безпосередньо сприяють укладанню цивільно-правових угод з цінними паперами між учасниками ринку цінних паперів.

Професійний учасник ринку цінних паперів, який здійснює діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів, називається організатором торгівлі на ринку цінних паперів.

Організатором торгівлі може бути фондова біржа або інший організатор торгівлі, який здійснює свою діяльність на позабіржовому ринку.

Організатор торгівлі на ринку цінних паперів зобов'язаний розкривати будь-якій зацікавленій особі таку інформацію:

- правила допуску учасника ринку цінних паперів до торгів;
- правила допуску до торгів цінних паперів;
- перелік цінних паперів, допущених до торгів;
- правила укладання угод;
- правила реєстрації угод;
- порядок виконання угод;
- правила, що обмежують маніпулювання цінами;
- розклад надання послуг організатором торгівлі на ринку цінних паперів;
- регламент внесення змін і доповнень до перелічених вище позиції.

За кожною угодою, укладеною відповідно до встановлених організатором торгівлі правил, будь-якій зацікавленій особі надається така інформація:

- дата і час укладання угоди;
- найменування цінних паперів, які є предметом угоди;
- державний реєстраційний номер цінних паперів;
- ціна за один цінний папір;
- кількість цінних паперів.

Які особливості ліцензування професійної діяльності на ринку цінних паперів

Ліцензія професійного учасника ринку цінних паперів видається на здійснення брокерської, дилерської, діяльності, діяльності з управління цінними паперами, депозитарної та діяльності з організації торгівлі. На здійснення діяльності з організації торгівлі на ринку цінних паперів у ролі фондової біржі видається ліцензія фондової біржі.

На здійснення діяльності з ведення реєстру власників цінних паперів видається ліцензія на здійснення діяльності з ведення реєстру.

Якщо здобувач отримує ліцензію вперше, то йому видається ліцензія строком на три роки. Після закінчення цього терміну здобувачеві може бути видана ліцензія без обмеження терміну

дії. У цьому разі документи на видачу безстрокової ліцензії мають бути представлені в орган не менше ніж за 60 робочих днів до дня закінчення терміну дії наявної ліцензії.

Для отримання ліцензії необхідно, щоб працівники здобувача ліцензії відповідали певним кваліфікаційним вимогам. Так, одноосібний керівник організації повинен мати досвід керівництва відділом або іншим підрозділом професійного учасника ринку цінних паперів не менше одного року. У штаті організації має бути не менше одного контролера, для якого робота у ліцензіата є основним місцем роботи. У штаті професійного учасника, який здійснює брокерську, дилерську діяльність та діяльність з управління цінними паперами, крім цього необхідно мати не менше одного працівника, в обов'язки якого входить ведення внутрішнього обліку операцій з цінними паперами, і не менше одного працівника по кожному виду професійної діяльності на ринку цінних паперів, що має відповідні кваліфікаційні атестати.

Для отримання ліцензії власний капітал ліцензіата та інші фінансові показники мають задовольняти встановленим для відповідного професійного учасника вимогам законодавства України про ринок цінних паперів.

Згідно із законодавством професійний учасник ринку цінних паперів має право суміщати діяльність на ринку цінних паперів з іншими видами діяльності, які не підлягають ліцензуванню, та такими, що підлягають ліцензуванню.

Допускається суміщення таких видів професійної діяльності на ринку цінних паперів:

- брокерська, дилерська, діяльність з управління цінними паперами та депозитарна;
- клірингова і депозитарна;
- діяльність з організації торгівлі й клірингова діяльність.

Діяльність з ведення реєстру власників цінних паперів не допускає суміщення її з іншими видами діяльності на ринку цінних паперів.

ТЕМА 3

ЦІННІ ПАПЕРИ, ЇХ СУТНІСТЬ І КЛАСИФІКАЦІЯ. АКЦІЇ ТА ОБЛІГАЦІЇ

Яка еволюція поняття «цінний папір»

Як інструменти фінансового ринку, цінні папери являють собою фінансові документи, оформлені спеціальним чином, які надають власнику документа певні права. Вони мають бути складені відповідно до чинного в країні законодавства. Які ж визначення даються категорії «цінний папір» у відповідних правових актах і які зміни відбулися в трактуванні цього поняття останнім часом?

У період існування Радянського Союзу на початку 1930-х років у країні було, по суті, припинено обіг цінних паперів. Перехід України до ринкових відносин ознаменувався прийняттям низки нормативних актів, у яких відобразилася категорія цінних паперів.

Цінний папір — грошовий документ, що засвідчує майнове право або відносини позики власника документа щодо особи, яка видала такий документ. У наведеному вище тлумаченні можна відзначити три найбільш характерні ознаки цінного паперу. По-перше, цінний папір це не будь який, а саме грошовий документ. Така характеристика, безперечно, конкретизує поняття цінних паперів, дає їм грошову оцінку та відокремлює від інших документів (наприклад, від посвідчення особи). Однак з визначення цінного паперу як грошового документа зовсім не випливає, що за ним завжди можна отримати вказану в документі суму грошей. Отримати її можна тільки за борговим цінним папером при настанні терміну платежу, якщо позичальник буде в змозі здійснити платіж. В інших випадках цей документ можна конвертувати в гроші, якщо знайдеться покупець цінного паперу,

а ціна документа буде визначена шляхом угоди між продавцем і покупцем, при цьому вона може бути як вище, так і нижче номінальної вартості, вказаної в документі. Вітчизняна і світова практика дає масу прикладів, коли цінні папери повністю позбавлялись «грошового вмісту».

По-друге, в наведеному вище визначенні розмежовуються майнове право і відношення позики. Однак якщо виходити зі змісту категорії «майно», то гроші це частина майна, і власник боргового цінного паперу набуває право на отримання відсотків та / або основної суми боргу у вигляді певної суми грошей, які є частиною майна емітента. Отже, характеристика цінного паперу як документа, що засвідчує майнове право, поширюється і на боргові цінні папери.

По-третє, у визначенні цінного паперу вказується, з боку кого і стосовно кого виникають засвідчені цінним папером права. Ці права набуває власник цінних паперів, а відповідальність за виконання зобов'язань за цінним папером несе емітент цінного паперу.

Як тлумачиться поняття «цінний папір» у Цивільному кодексі України. Цивільний кодекс України так тлумачить поняття цінного паперу — це «документ встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право і визначає взаємовідносини між особою, яка його розмістила (видала), і власником та передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його розміщення, а також можливість передачі прав, що витікають з цього документа, іншим особам».

Це означає, що якщо документ складений не за формою і в ньому відсутні обов'язкові реквізити, то він не є цінним папером.

Що таке бездокументарна форма цінних паперів

Закон «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачає дві форми випуску цінних паперів. *Документарна форма цінних паперів* — це форма цінних паперів, при якій власник вста-

новлюється на підставі пред'явлення оформленого належним чином сертифіката цінного паперу або, в разі депонування такого — на підставі запису на рахунок депо. *Бездокументарна форма цінних паперів* — форма цінних паперів, при якій власник встановлюється на підставі запису в системі ведення реєстру власників цінних паперів або, у разі депонування цінних паперів — на підставі запису на рахунок депо. При будь-якій формі випуску цінних паперів для власника важлива не наявність самого цінного паперу, а право володіння останнім. У разі бездокументарної форми випуску це право зафіксовано у вигляді запису в реєстрі власників цінних паперів або у вигляді запису на рахунок депо.

Слід зазначити, що при документарній формі випуску цінних паперів може застосовуватися система депонування сертифікатів, і володіння цінними паперами також визначається на підставі запису на рахунок депо. В цьому разі документарна форма випуску цінних паперів мало чим відрізняється від бездокументарної.

Акціонерні товариства, створені у ході приватизації державних підприємств, випуски акції в документарній формі здійснювали формально, проте переважна більшість підприємств таких акцій не випускала. Власникам не видавалася належна їм кількість акцій, а лише (за бажанням акціонера) виписки з реєстру акціонерів, які не є цінними паперами. Виписка з реєстру підтверджує тільки факт володіння цінним папером. У разі ж продажу продається не виписка, а самі акції, право на які зафіксовано в реєстрі. До реєстру купівлі-продажу в результаті внесуться зміни: рахунок продавця буде зменшений на продану кількість, а рахунок покупця, відповідно, збільшений (або ім'я продавця буде виключено з реєстру і внесено ім'я покупця).

Яка економічна сутність цінного паперу

З правової точки зору документ є цінним папером, якщо він складений з дотриманням встановлених вимог, у ньому зазначені обов'язкові реквізити і в силу чинних у країні нор-

мативних актів він віднесений до того чи того типу цінних паперів. Реально цінними паперами можуть бути такі документи, які є такими за своїм економічним змістом. Для розкриття економічного змісту цінних паперів насамперед необхідно відзначити ту обставину, що більшість з них є одним із найважливіших способів фінансування інвестицій. Шляхом випуску цінних паперів емітенти залучають кошти для розвитку виробництва. Для власників же цінні папери є перш за все засобом отримання доходу.

Процес фінансування інвестицій шляхом випуску цінних паперів зовні нагадує рух позичкового капіталу — і в тому, і в тому разі капітал надходить від власника заощаджень до споживача на певних умовах.

При позиковому капіталі продавець капіталу (кредитор) і покупець капіталу (позичальник) вступають між собою в певні відносини, зафіксовані в кредитному договорі. Суть цих відносин полягає в тому, що позичальник через певний термін зобов'язується повернути взяту суму грошей і заплатити за користування капіталом певну плату — позичковий відсоток, який є ціною позичкового капіталу (капіталу як товару). У цьому разі власник грошових коштів виступає як продавець позичкового капіталу, а споживач капіталу є покупцем позичкового капіталу. Такі відносини між сторонами виникають і при випуску цінних паперів. Проте предметом угоди є не певна сума капіталу, а цінні папери. У цьому разі споживач капіталу (позичальник) виступає в ролі продавця цінних паперів, а власник заощаджень (постачальник капіталу) — як покупець цінних паперів. Якщо відносини, що виникають відповідно до договору позики, стосуються тільки цього кредитора і цього позичальника й не можуть бути перенесені на інших осіб, то при випуску цінних паперів стан справ інший. Тут зобов'язання емітента зберігаються за ним на весь період дії цінного паперу. Однак права покупця (утримувача) цінного паперу, що витікають з умов випуску цінних паперів, можуть бути передані третій особі шляхом купівлі-продажу цінних паперів (або будь-яким іншим способом). Таким чином,

цінні папери стають об'єктами купівлі-продажу й набувають властивостей специфічного товару.

Чим визначається вартість цінного паперу

Споживча вартість цінного паперу як специфічного товару полягає в тому, що забезпечує можливість отримання доходу і може надавати деякі інші права, що витікають з володіння цінним папером. Саме зафіксоване в документі право на дохід або іншу цінність зумовлює те, що документ стає цінним папером. Ціна ж цього товару (цінного паперу) залежить від сукупності прав, які надає цінний папір своєму власникові. Основоположним правом при цьому є можливість отримання доходу за цінними паперами. Якщо не брати до уваги нетипові випадки, слід визнати, що цінні папери купуються насамперед з метою отримання доходів (відсотків, дивідендів, різниці в курсовій вартості тощо). Курс цінних паперів зазвичай безпосередньо пов'язаний з величиною отримуваного за ними доходу. При збільшенні прогнозованого доходу курс цінного паперу підвищується, а при зменшенні — знижується.

Яка економічна сутність відносин з перепродажу цінних паперів

Відносини, подібні до відносин позики між продавцем і покупцем цінних паперів, виникають тільки при первинному випуску (емісії) цінних паперів, коли відбувається їх продаж першим власникам. Надалі суть відносин між продавцем та покупцем цінного паперу змінюється і не нагадує відносини позики. Продавець цінного паперу (який не є емітентом) при продажу останнього вже не бере капітал у позику на певний період. Він продає специфічний товар — цінний папір. Отримавши за цей товар гроші й передавши його покупцеві, продавець (на відміну від емітента) не несе ніяких обов'язків перед покупцем. Ці обов'язки перед новим власником несе емітент цінного паперу.

Покупець же набуває всіх прав, що витікають з цінного паперу. Проте ціна цих прав може відрізнятись від тієї, за якою цінний папір придбав перший їх власник. Хоча обсяг прав за цінним папером залишається тим самим, зміна економічних умов призводить до зміни ціни сукупності прав, що витікають з цінного паперу. Ціна документа може бути як вище, так і нижче тієї, за якою цінний папір був проданий його першому власникові. У деяких випадках, наприклад у разі банкрутства емітента, цінний папір може повністю втратити свою вартість.

Зміна ціни, за якою цінні папери переходять від одного власника до іншого, не впливає на обсяг зобов'язань емітента за цим цінним папером. Ця зміна не спричиняє прямого впливу на стан справ емітента, оскільки кошти від продажу цінних паперів на вторинному ринку належатимуть не емітенту, а колишньому власнику цінних паперів. Новий власник цінних паперів, сплативши вартість цього специфічного товару, вступає у відносини не з продавцем цінних паперів, а з тим, хто є творцем цього специфічного товару, тобто з емітентом цінних паперів.

Цінні папери як товар зазвичай мають більш високий ступінь ліквідності, ніж матеріальні товари. Шлях руху матеріальних товарів переважно укладається в ланцюжок «виробник — ринок — споживач». Звичайно, на ринку можлива наявність великої кількості перекупників (посередників) заради спекуляції, однак кінцевою метою руху матеріального товару є його споживання (особисте або виробниче).

Зовсім по-іншому виглядає стан справ зі специфічним товаром — цінними паперами. В основному вони купуються з метою отримання прибутку. До кінця терміну їх дії (а деякі цінні папери мають безстроковий характер) цінні папери можуть перепродуватися десятки разів. Продати багато різних видів цінних паперів не викликає великих труднощів, що свідчить про високий ступінь ліквідності цього товару.

Чим цінні папери відрізняються від інших фінансових інструментів

Як своєрідний товар, цінні папери мають низку характерних особливостей, що відрізняють їх від фінансових та інших документів. По-перше, за цінним папером зазвичай стоїть певна сума капіталу, яка приносить дохід. Поява цінного паперу пов'язана з передачею певної суми грошей (або іншої цінності, яка має грошовий вимір) з метою отримання доходу в майбутньому. Це відрізняє цінні папери від інших документів, наприклад проїзних. Якщо виключити випадки спекуляції, то придбання проїзного документа пасажиром передбачає отримання транспортної послуги і не має на меті одержання прибутку. Купівля ж цінного паперу інвестором пов'язана з вкладенням коштів з метою отримання доходу. Якщо цінний папір не приносить доходу і від нього не очікується надходження доходу в майбутньому, то втрачається сенс його придбання.

По-друге, цінними паперами є такі фінансові документи, права за якими можуть бути передані іншій особі. Так, іменний пенсійний поліс, що дає право на одержання додаткової пенсії з недержавного пенсійного фонду, не є цінним папером, оскільки не може бути переданий іншій особі. Не є цінним папером і страховий поліс, право отримання страхової премії за яким має лише застрахована особа.

По-третє, передача цінного паперу від одного власника до іншого не пов'язана з реальним рухом капіталу або майна емітента. Річ у тому, що власник цінних паперів не має прав на майно емітента. Конкретне майно емітента слугує лише гарантією виконання зобов'язань за заставною або забезпеченою облігацією. У разі невиконання зобов'язань за вказаними цінними паперами заставне майно буде реалізовано, а одержані від реалізації кошти підуть на погашення зобов'язань. При випуску незабезпечених облігацій та інших боргових цінних паперів гарантією виконання зобов'язань є загальна платоспроможність емітента. Тримач акції (акціонер) також не має ніяких прав на майно акціонерно-

го товариства. Такі права акціонер набуває тільки в разі ліквідації акціонерного товариства.

Чим відрізняються пайові, боргові та похідні цінні папери. Якщо взяти до уваги мету випуску цінних паперів, характер угод, що лежать в основі їх випуску, способи надання коштів і виплати доходів, то цінні папери можна поділити на пайові, боргові та похідні.

Пайові цінні папери засвідчують факт внесення коштів у капітал емітента, право на частку майна в разі ліквідації емітента і право на отримання доходу. Термін дії таких паперів зазвичай необмежений. До пайових цінних паперів належать акції акціонерних товариств.

Боргові цінні папери засвідчують відносини позики між власником цінних паперів (кредитором) і особою, що випустила цінний папір (боржником або позичальником). До боргових цінних паперів належать всі види облігацій, депозитні й ощадні сертифікати, векселі та заставні.

Похідні цінні папери не виражають ні відносини позики, ні майнових прав між власником цінних паперів та їх емітентом. Їх можна назвати цінними паперами другого порядку. З'являються вони тому, що існують дольові й боргові цінні папери, які можна зарахувати до цінних паперів першого порядку. Похідні цінні папери засвідчують право їх власника на придбання цінних паперів першого порядку. До похідних цінних паперів належать опціони, варанти, ф'ючерсні контракти, приватизаційні чеки.

Які існують види цінних паперів за способом фіксації прав інвестора. Залежно від того, як реалізуються права власника, цінні папери можна поділити на іменні, на пред'явника та ордерні. *Цінні папери на пред'явника* не потребують будь-якого підтвердження прав власника, крім пред'явлення самого паперу. Перехід прав до нового власника здійснюється простою передачею цінного паперу від одного власника до іншого.

Права власників *іменних цінних паперів* підтверджуються ім'ям у тексті самого паперу, а також записом в книзі реєстрації — реєстрі власників цінних паперів. Передача прав здійсню-

ється шляхом перевідступлення права вимоги (цесії). Особа, яка передає право за цими паперами, несе відповідальність за недійсність відповідної вимоги, але не відповідає за її виконання. У разі продажу або передачі таких цінних паперів необхідно провести зміну імені власника в тексті паперу й реєстрі власників.

Відмінність *ордерного цінного паперу* від іменного полягає в тому, що особа, вказана в ордерному папері, може або сама здійснити свої права, або призначити своїм розпорядженням іншу особу, щодо якої і будуть здійснені права, які витікають з володіння цінним папером. Права за ордерними цінними паперами передаються шляхом здійснення на них передавального напису — індосаменту. Индосант несе відповідальність не тільки за існування права, а й за його здійснення.

Майже всі види пайових, боргових та похідних цінних паперів можуть бути як іменними, так і на пред'явника.

Яка існує класифікація цінних паперів за строком. Залежно від строку дії цінних паперів їх можна умовно поділити на короткострокові, середньострокові, довгострокові й безстрокові. До короткострокових цінних паперів належать фінансові вимоги зі строком дії до одного року. Вони продаються, як уже зазначалося, на грошовому ринку, тому мають назву *інструменти грошового ринку*. До короткострокових паперів належать векселі, депозитні й ощадні сертифікати, деякі облігації та похідні цінні папери.

Цінні папери, що мають термін дії понад рік, називаються *інструментами ринку капіталів*. Серед цих паперів зазвичай виділяють середньострокові — зі строком дії від одного року до 5 (іноді до 10 років), довгострокові — від 5 (10) до 30 років та безстрокові, строк дії яких необмежений. До середньострокових та довгострокових цінних паперів належать облігації і заставні, а до безстрокових — акції та деякі випуски облігацій.

Які існують інші класифікації цінних паперів. Залежно від правового статусу емітента цінні папери поділяються на державні, муніципальні та цінні папери інших емітентів. Перші два види цінних паперів представлені борговими зобов'язаннями, а цінні

папери інших емітентів випускаються як у формі боргових, так і пайових цінних паперів.

Залежно від способу випуску цінні папери можуть існувати у формі відокремлених документів (документарні папери) та у вигляді записів на рахунках уповноважених організацій (бездокументарні папери).

Залежно від процедури випуску цінні папери, згідно з чинним законодавством, поділяються на емісійні та неемісійні. До емісійних належать акції, облігації, опціони емітента та депозитарні розписки. Загальною для названих видів цінних паперів є лише процедура емісії — послідовність дій емітента при первинному розміщенні цінних паперів. У той же час за своїм економічним змістом акції, облігації, опціони емітента та депозитарні розписки мають принципові відмінності.

Класифікація цінних паперів представлена на *рис. 1*.

Чим акції відрізняються від боргових цінних паперів

Акція, як пайовий цінний папір, суттєво відрізняється від боргового як за цілями випуску, так і за правами, наданими їй власникові. Метою первинного випуску акцій є формування статутного капіталу й організаційне оформлення акціонерного товариства. Хоча акціонери вкладають власні кошти, насправді вони не є власниками підприємства. Власником всього майна акціонерного підприємства стає юридична особа — акціонерне товариство. Акціонер не може вилучити свою частку з акціонерного товариства, він може повернути вкладені кошти тільки шляхом продажу акції.

У засновників акціонерного товариства існує безпосередній зв'язок між внесенням грошових коштів у статутний капітал підприємства, що здійснюється у формі покупки акцій, і участю в управлінні підприємством. Такий зв'язок певною мірою простежується й в акціонерів закритого акціонерного товариства, де їхня кількість невелика та обмежена, а акціонери зазвичай беруть участь в управлінні товариством.



Рис. 1. Класифікація цінних паперів

Однак при покупці акцій відкритого акціонерного товариства на вторинному ринку зазвичай такого зв'язку вже не існує. В основному (якщо йдеться про покупку контрольного або крупного пакета акцій) акції купуються з метою отримання доходу. У цій якості вони мало чим відрізняються від боргових цінних паперів, наприклад облігацій. А капітал, вкладений в покупку акцій, може бути представлений як капітал, відданий акціонерами акціонерному товариству в безстрокове користування. Якщо ж урахувати ту обставину, що акціонер не використовує своє право голосу, то це ще більше зближує акцію з борговими цінними паперами. Проте остання має істотні відмінності від боргового цінного паперу.

По-перше, шляхом випуску акцій і розподілу їх серед засновників відбувається створення статутного капіталу та організаційного оформлення акціонерного товариства. Кожен додатковий випуск акцій має на меті збільшення статутного капіталу товариства. Тобто акція виступає як структуроутворювальний елемент такої організаційно-правової форми підприємств, як акціонерні товариства. Жодний інший цінний папір не має такої властивості.

По-друге, акція не є боргом підприємства й не підлягає погашенню. Емітент не зобов'язаний викуповувати акції у власників. Це є суттєвою відмінністю акцій від боргових паперів, які емітент зобов'язаний погасити у визначений термін. Отже, випуск акцій забезпечує зовсім інший спосіб фінансування підприємства, ніж випуск боргових паперів.

По-третє, акція дає право отримувати дивіденди. Однак емітент з різних причин може їх не виплачувати, на відміну від безумовного зобов'язання емітента виплачувати відсотки за борговими цінними паперами.

По-четверте, тільки акція, на відміну від всіх інших цінних паперів, дає право участі в керуванні справами акціонерного товариства. Ніякий інший цінний папір цього не надає. Та обставина, що деякі акціонери не використовують це право, не змінює суті акції.

Що таке акція

За законом «Про цінні папери та фондовий ринок», *акція* — це емісійний цінний папір, що закріплює права її власника (акціонера) на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством і на частину майна, що залишається після його ліквідації.

Що таке привілейовані акції. Залежно від ступеня повноти наданих власникам прав акції можна поділити на привілейовані та звичайні.

Привілейовані акції називаються так тому, що вони дають власникам низку переваг порівняно зі звичайними. Перший привілей стосується активів. Він полягає в тому, що в разі ліквідації акціонерного товариства після задоволення претензій кредиторів задовольнятимуться насамперед претензії власників привілейованих акцій і тільки після цього — власників звичайних акцій.

Друга перевага стосується дивідендів. Дивіденди за привілейованими акціями виплачуються насамперед. Тільки після того, як виплачено дивіденди за привілейованими акціями, виплачуються дивіденди за звичайними акціями.

Привілейовані акції займають проміжне місце між облігаціями й звичайними акціями. За привілейованими акціями, як і за облігаціями, виплачується найчастіше фіксований дохід. Це споріднює привілейовані акції з облігаціями. Проте на відміну від облігацій, привілейовані акції не є боргом компанії, яка їх випустила. Вони не мають терміну погашення і не створюють майнових претензій до акціонерного товариства з боку власників навіть у тих випадках, коли дивіденди за ними не виплачуються.

Привілейовані акції зазвичай не мають права голосу. Однак за умовами деяких випусків, вони можуть наділятися таким правом у тому разі, коли компанія не виплачує дивіденди. Випуск привілейованих акцій дає можливість акціонерним товариствам залучити необхідний капітал і в той же час дає змогу власникам звичайних акцій зберегти контроль над компанією.

Які існують різновиди привілейованих акцій, що використовуються у світовій практиці. Кумулятивні привілейовані акції характеризуються тим, що якщо у разі фінансових труднощів компанія якийсь час (рік /два-три) не зможе виплачувати дивіденди, то вони будуть накопичені та виплачені в повній сумі відразу після відновлення виплат. Некумулятивні акції, на відміну від перших, не мають такої властивості, тож не виплачені за минулі роки дивіденди не виплачуються.

Привілейовані акції з часткою участі забезпечують власнику отримання прибутку понад належні з них дивіденди, якщо останні за звичайними акціями будуть вищі, ніж фіксований рівень дивідендів за привілейованими акціями.

Акції з часткою участі можуть бути як з повною участю в розподілі додаткового прибутку, так і частковою. В останніх має обговорюватися верхня межа виплачуваного дивіденду.

Привілейовані акції з плаваючим дивідендом характеризуються тим, що розмір дивіденду залежить, наприклад, від банківської процентної ставки певного банку або групи банків. При зростанні банківської ставки збільшуються і дивіденди. При зниженні банківської ставки знижуються і дивіденди, але не нижче від визначеної гарантованої величини. Випуск таких акцій перш за все відповідає інтересам інвесторів, особливо в періоди інфляції. Тому не випадково, що популярність цих акцій зростає, хоча і з'явилися вони порівняно недавно (у кінці 1970-х років).

Відкличні привілейовані акції характеризуються тим, що акціонерне товариство має право «відкликати» їх шляхом викупу незалежно від бажання інвестора. Викуп зазвичай здійснюється за номіналом плюс премія 1 % від номіналу. Крім того, на час викупу виплачуються всі належні на дату викупу дивіденди.

Невідкличні акції існують до тих пір, поки існує акціонерне товариство, що їх випустило.

Конвертовані привілейовані акції характеризуються тим, що їх можна обміняти на звичайні акції в певний період часу і за здалегідь встановленим курсом.

Привілейовані акції з ордерами характеризуються тим, що власнику акції на час випуску або через певний проміжок видається спеціальний ордер (варант), який дає можливість придбати одну або кілька звичайних акцій за заздалегідь обумовленою ціною. Якщо курс звичайних акцій перевищує ціну акцій за ордером, то ринкова ціна останніх підвищується. За умовами емісії власникам деяких привілейованих акцій може бути видано кілька ордерів з певним інтервалом.

Що таке звичайна акція та які права вона надає власнику.
Звичайні акції є найпоширенішим видом акцій. Власники звичайних акцій мають певні права.

По-перше, право голосу на зборах акціонерів. Право голосу може бути передано за дорученням іншій особі.

По-друге, переважне право купити акції додаткових випусків. Це дає можливість акціонеру зберегти свою частку у власності акціонерного товариства. Так, якщо акціонеру належить 4 % акцій, то він має право купити 4 % акцій додаткового випуску.

По-третє, право на отримання дивідендів, розмір яких необмежений і залежить від прибутку акціонерного товариства.

По-четверте, у разі ліквідації акціонерного товариства власник звичайних акцій отримує право на частку майна, яке залишилося після задоволення претензій кредиторів і власників привілейованих акцій.

Звичайні акції належать до цінних паперів, які мають більш високий ступінь ризику, ніж облигації або привілейовані акції. Власники звичайних акцій не знають заздалегідь своїх доходів. Дивіденди за такими акціями можуть змінюватися з року в рік. Якщо справи компанії підуть добре, вона може виплачувати великі дивіденди. Однак у важкі для неї часи, дивіденди на звичайні акції можуть взагалі не оголошуватися. Крім того, навіть у благополучні роки акціонерним товариством може бути прийнято рішення дивіденди не виплачувати, а залишити прибуток на розвиток виробництва. Іноді дивіденди можуть бути виплачені новими акціями. У цьому разі компанія розв'язує одразу кілька завдань: по-перше, дивіденди виплачуються, а отже, не-

має невдоволення акціонерів. По-друге, збільшується акціонерний капітал. По-третє, оскільки додаткові акції продаються «своїм» акціонерам, то не відбувається «розмивання» акціонерного капіталу за рахунок «нових» акціонерів.

Що таке дроблення акцій. Якщо справи акціонерного товариства йдуть добре, то курс акцій зростає і з часом може зрости в багато разів. Однак помічено, що інвестори віддають перевагу акціям, курс яких лежить у певних цінових межах. Тому компанії намагаються не допустити зростання курсу акцій вище певної величини. Наприклад, курс акцій лише небагатьох компаній, акції яких продаються на Нью-Йоркській фондовій біржі, перевищує 100 дол. за штуку. Щоб тримати ціну на певному рівні, компанії вдаються до так званого розщеплення, або дроблення, акцій (split). Залежно від масштабів дроблення акціонерам замість однієї старої акції видається кілька нових. Наприклад, замість однієї акції номіналом 100 дол. буде видано 10 акцій номіналом 10 дол.

Що таке контрольний пакет акцій. Акціонерне товариство — це підприємство, капітал якого складається із внесків його учасників, які купили акції цього товариства. Вищим органом правління акціонерного товариства є загальні збори акціонерів. Голоси на зборах розподіляються пропорційно кількості звичайних акцій. Для того щоб мати на зборах абсолютну більшість голосів, необхідно мати 50 % акцій плюс 1 акція. Однак при великій кількості акцій далеко не всі акціонери присутні на загальних зборах, тому в реальності, щоб мати на зборах більшість голосів, необхідно мати 50 % акцій. Кількість акцій, що дає можливість здійснювати повний контроль над діяльністю акціонерного товариства, називається *контрольним пакетом акцій*. Чим більша компанія, тим менша частка контрольного пакета. У найбільших світових компаніях контрольний пакет становить 12–13 % від загальної кількості акцій, а в найбільших може бути ще менше.

Як відбуваються вибори ради директорів. Кумулятивне голосування. На річних загальних зборах акціонерів розв'язу-

ється питання про обрання ради директорів (наглядової ради). Рада директорів здійснює загальне керівництво діяльністю товариства за винятком тих питань, що належать до компетенції загальних зборів акціонерів. Кількісний склад ради директорів визначається статутом товариства або рішенням загальних зборів акціонерів. При кумулятивному голосуванні на кожну акцію має припадати кількість голосів, яка дорівнює кількості членів ради директорів. Наприклад, якщо число членів ради директорів 9, то кожна акція повинна мати 9 голосів. Ці голоси можуть бути віддані за одного кандидата або розподілені між кількома кандидатами.

Мінімальна кількість акцій, яку необхідно мати для того, щоб обрати свого кандидата членом ради директорів, обчислюється за формулою:

$$K_{min} = \frac{100\%}{N+1} + 1 \text{ акція}, \quad (3.1)$$

де N — число вакансій членів ради директорів.

Як оформляється сертифікат акції. Бланк акції зазвичай являє собою лист високоякісного паперу, що містить необхідні елементи захисту від підробки. У кожній країні, згідно з чинним законодавством, встановлюються певні технічні вимоги до бланків цінних паперів і їх реквізитів. Однак у переважної більшості акціонерних товариств немає фізичного обігу акцій. Акціонеру замість акцій видається один сертифікат на ту кількість акцій, якою володіє акціонер. У разі передачі акцій іншій особі виписується новий сертифікат на нового власника.

Що таке перепис акціонерів. Акції переходять з рук у руки шляхом купівлі-продажу, тому список власників акцій постійно змінюється. Для того щоб знати, хто може брати участь на загальних зборах акціонерів і кому виплачувати дивіденди, компанії проводять дні перепису акціонерів. Зазвичай ця дата (дата закриття реєстру акціонерів) встановлюється за місяць до дня проведення загальних зборів акціонерів. На зборах може бути присутнім той акціонер, чие ім'я буде внесено в реєстр акціоне-

рів під час перепису. За угодами купівлі-продажу, які відбулися після дати перепису, дивіденди отримує продавець, незважаючи на те, що на час виплати дивідендів він вже не був власником акцій.

Що таке депозитарні розписки, їх види. Згідно з законодавством низки країн обіг цінних паперів, емітованих в інших країнах, заборонено або обмежено. Щоб організувати обіг цінних паперів за межами країни-емітента, вдаються до випуску так званих депозитарних розписок. Депозитарні розписки — це документи, які підтверджують право власності на певну кількість цінних паперів. За допомогою цих документів здійснюються права, які закріплені за акціями у відриві від самих акцій. Самі акції ж знаходяться в довірчому управлінні банку, який є емітентом депозитарних розписок.

Виокремлюють три види депозитарних розписок: американські депозитарні розписки (American Depositary Receipts — ADRs), які обертаються на фондовому ринку США, європейські депозитарні розписки (European Depositary Receipts — EDRs) та глобальні депозитарні розписки (Global Depositary Receipts — GDRs), які обертаються на фондових ринках інших країн. Поява ADR відбулася в 1927 р. у зв'язку з прийняттям у Великобританії закону, що забороняє вивозити акції британських компаній за територію країни. Інструментом, що дозволяє подолати цю перешкоду стали депозитарні розписки. На сьогодні депозитарні розписки випускаються в понад 60 країнах.

Які існують рівні депозитарних розписок у США. На цей час тільки в США обертається понад 1600 видів ADR першого, другого і третього рівня.

ADR першого рівня котируються на позабіржовому ринку. У цьому разі фінансова звітність компанії-емітента може здійснюватися за національними стандартами.

ADR другого рівня реєструються на Нью-Йоркській фондовій біржі й інших біржах, а фінансова звітність компанії-емітента повинна відповідати вимогам американського стандарту фінансової звітності (GAAP).

Вимоги до ADR третього рівня такі ж, як і до ADR другого рівня. Ці ADR випускаються на нові емісії акцій. Таким чином, компанія-емітент має можливість збільшити капітал за рахунок інвесторів США та інших країн.

Які існують види вартості акцій. Акції можуть мати номінал, викупну вартість, так звану книжкову вартість, ринкову ціну, або курс, та розрахункову ціну.

Номінал акції — це її лицьова вартість, зазначена на акції. Ця величина не має якого-небудь істотного значення, оскільки номінал не характеризує ні рівень дивідендів, ні величину вартості, яка буде припадати на акцію в разі ліквідації компанії. Ця ціна має значення тільки при організації акціонерного товариства. Але вже при наступних додаткових випусках акцій їх продажна ціна може відрізнятись від номіналу.

Викупну вартість мають відкличні привілейовані акції. Вона оголошується на час випуску акцій. Зазвичай викупна ціна перевищує номінал на 1 %.

Книжкова (балансова) вартість акції — це величина власного капіталу компанії, яка припадає на одну акцію. Якщо випущені тільки звичайні акції, то ця вартість визначається шляхом ділення власного капіталу на кількість акцій. Якщо випущені також і привілейовані акції, то власний капітал треба зменшити на сукупну вартість привілейованих акцій за номіналом чи викупною ціною (для відкличних акцій).

Ринкова ціна, або курс, акцій — це та ціна, за якою акції вільно продаються і купуються на ринку. Номінал акції при цьому значення не має, а акція меншого номіналу може продаватись за вищою ціною. Для інвестора має значення, який прибуток приносить акція на цей час і які перспективи отримання прибутку в майбутньому.

Розрахункова (або внутрішня, теоретична) вартість (або ціна) акції — це та ціна, яка повинна забезпечувати отримання необхідної норми прибутку з урахуванням ступеня ризику вкладень у той чи той вид акцій.

Як визначити внутрішню вартість привілейованої акції.

Щоб визначити ціну привілейованої акції, що має фіксовану величину дивіденду, потрібно знайти приведену вартість всіх дивідендів, які будуть виплачені інвестору. З огляду на те, що акція є безстроковим цінним папером, приведена вартість дивідендів обчислюється за формулою:

$$P = \frac{D}{1+R} + \frac{D}{(1+R)^2} + \dots + \frac{D}{(1+R)^n} + \dots \quad (3.2)$$

або

$$P = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D}{(1+R)^i}, \quad (3.3)$$

де P — вартість акції;

D — дивіденд на акцію;

R — необхідна норма прибутку на цей тип інвестицій.

Використання формули суми нескінченно спадної геометричної прогресії дає такий результат:

$$P = \frac{D}{R}. \quad (3.4)$$

Зазначена формула використовується для оцінки внутрішньої вартості привілейованої акції з фіксованим дивідендом.

Як визначити внутрішню вартість звичайної акції.

Визначити ринкову ціну звичайних акцій складніше, ніж для привілейованих. По-перше, тому, що дивіденд за звичайними акціями заздалегідь не оголошується і можна виходити лише з припущення про його майбутній рівень. По-друге, на виплату дивідендів йде тільки частина чистого прибутку компанії, а інша у вигляді нерозподіленого прибутку залишається і використовується на розвиток виробництва (можливі й інші варіанти використання). І чим вищий чистий прибуток, тим більший потенціал зростання прибутку компанії в майбутньому. Отже, нерозподілений прибуток для акціонерів є капіталізованим дивідендом, а його збільшення веде до зростання «книжкової» вар-

тості й ринкової ціни акції. Зростання ринкової ціни акції рівно-сильно тому, що акціонер крім дивідендів може отримати дохід у вигляді різниці ринкової ціни акцій. Падіння ринкової ціни акції буде свідчити про зазнані акціонером збитки.

Ось чому в наведеній вище формулі (3.2) крім розміру дивіденду слід враховувати й приріст вартості акції. Приведена вартість всіх отриманих доходів від акції за період n -років може бути обчислена за формулою:

$$P = \frac{D_1 + (P_1 - P)}{1 + R} + \frac{D_2 + (P_2 - P_1)}{(1 + R)^2} + \dots + \frac{D_n + (P_n - P_{n-1})}{(1 + R)^n}, \quad (3.5)$$

де P (або P_0) — шукана ціна акції;

$P_1, P_2 \dots P_n$ — ціна акції першого, другого, n -ного року;

$D_1, D_2 \dots D_n$ — очікувані дивіденди першого, другого, n -ного року;

R — необхідна норма прибутку на акцію.

Слід зазначити, що послуговуватися формулою (3.5) для практичних розрахунків досить складно, тому з цією метою використовують такий її вигляд:

$$P_0 = \frac{D_1}{1 + R} + \frac{D_2}{(1 + R)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + R)^n} + \frac{P_n}{(1 + R)^n}$$

або

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + R)^i} + \frac{P_n}{(1 + R)^n}. \quad (3.6)$$

Як бачимо, дохід на акцію забезпечується за рахунок отримання дивідендів і зростання курсової вартості. Однак в окремі періоди часу дохід може бути отриманий тільки за рахунок дії одного з факторів. Уявімо ситуацію, коли компанія протягом кількох років не виплачує дивіденди, а весь прибуток витрачається на її розвиток. У цьому разі у формулі (3.6) залишається тільки остання її частина, тож вона набуває такого вигляду:

$$P_0 = \frac{P_n}{(1+R)^n}. \quad (3.7)$$

Оскільки акція є безстроковим папером, то величина останньої складової у формулі (3.6) при необмеженому зростанні n ($n \rightarrow \infty$) прагне до нуля. Отже, поточну ціну акції можна представити як приведену вартість нескінченного потоку дивідендів, а саме:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+R)^i}. \quad (3.8)$$

Слід зауважити, що практичне використання формули (3.6) досить проблематичне, оскільки неможливо визначити розмір дивідендів за тривалий, а тим більше нескінченний період часу.

Окрім того, багато інвесторів планує свої дії на обмежений період часу. Портфель цінних паперів інвестора постійно оновлюється: для досягнення своїх цілей йому необхідно продавати одні цінні папери й купувати інші. Таким чином, більш реалістичною є ситуація, коли інвестор купує акції, а через якийсь час їх продає. У цьому разі розрахунок ціни акції здійснюється за формулою (3.6).

Як можна використовувати модель постійного зростання дивідендів для оцінки вартості акцій. Завдання інвестора полягає в якомога точнішому прогнозуванні величини очікуваних дивідендів і змін майбутньої ціни акції. Найпростіший спосіб прогнозування базується на припущенні, що темпи зростання ціни й дивідендів є постійними. У цьому разі може використовуватись формула:

$$P_0 = \frac{D_1}{R-g}, \quad (3.9)$$

де D_1 — дивіденд, який буде отриманий у першому році;

R — необхідна норма прибутку на акцію;

g — темп приросту дивідендів.

Слід звернути увагу на те, що ця формула справедлива при $g = \text{const}$ і $R > g$.

З формули (3.9) випливає, що при заданій нормі прибутку й очікуваному рівні дивідендів першого року ціна акції залежатиме лише від темпу приросту дивідендів. Отже, завдання інвестора полягає в тому, щоб правильно його визначити.

Як визначити темп приросту дивідендів за акцією. Для прогнозування темпу приросту дивідендів найбільш розповсюдженою практикою є екстраполяція даних про виплату дивідендів за попередні роки.

Якщо припустити, що темп приросту дивідендів за акцією в поточному періоді є незмінним, то величину дивіденду будь-якого року можна визначити через величину дивіденду базового року таким чином:

$$D_n = D_1(1 + g)^{n-1}.$$

Після перетворення отримуємо:

$$g = \sqrt[n-1]{\frac{D_n}{D_1}}. \quad (3.10)$$

Слід зауважити, що отримані таким способом результати не можна абсолютизувати. Спрогнозувати очікувану величину дивідендів та темпів їх зростання можна лише з певною мірою ймовірності. Навіть незначна похибка може призвести до помилкових дій інвестора та істотних втрат. Тому результати прогнозних розрахунків доцільно розглядати лише як орієнтир для інвестора.

Ринкова ціна акції визначатиметься співвідношенням попиту і пропозиції на фондовому ринку та перебуватиме під впливом поведінки великих учасників, які можуть вести гру на підвищення або зниження.

Як визначити прибутковість акції, термін володіння якою менше одного року. Прибутковість володіння акцією за період менше одного року може бути обчислена за формулою:

$$R = \frac{P_s - P_b + D}{P_b} \cdot \frac{365}{T}, \quad (3.11)$$

де R — прибутковість акції (з розрахунку річних);

P_b — ціна купівлі акції;

P_s — ціна продажу акції;

D — дивіденди, отримані за період володіння акцією;

T — термін володіння акцією (у днях).

Ця формула використовується виключно у разі періоду володіння акцією менше одного року. Якщо акція перебувала в інвестора протягом кількох років, то формула (3.11) видає некоректні результати, оскільки в ній не враховується різниця вартості грошей у часі. У такому разі слід застосовувати інший підхід.

Як визначити прибутковість акції, термін володіння якою більше одного року. У разі, якщо інвестор не реінвестував дивіденди, одержані за період володіння акцією, її прибутковість за весь термін володіння може бути обчислена за формулою:

$$R = \sqrt[n]{\frac{P_s + D}{P_b}} - 1, \quad (3.12)$$

де R — прибутковість акції;

P_s — ціна продажу акції;

P_b — ціна купівлі акції;

D — розмір дивідендів за період володіння акцією.

Наголосимо, що одержаний таким способом результат не враховує можливість реінвестування.

Для підвищення точності оцінки можна застосувати метод послідовних наближень, використовуючи формулу:

$$P = \frac{D}{R} \left[1 - \frac{1}{(1+R)^n} \right] + \frac{P_s}{(1+R)^n}, \quad (3.13)$$

де D — середньорічний розмір дивіденду;

P_s — ціна продажу акції;

R — цільова норма прибутку;

P — ціна купівлі акції.

Суть методу в тому, щоб надавати R різні значення, поки не буде отримана необхідна величина R.

Що таке облігація

Згідно із Законом України «Про ринок цінних паперів та фондовий ринок», *облігація* — цінний папір, що посвідчує внесення його першим власником коштів, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений проспектом або рішенням про емісію цінних паперів (для державних облігацій України — умовами їх розміщення) строк та виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено проспектом або рішенням про емісію цінних паперів (для державних облігацій України — умовами їх розміщення).

Облігації є інструментом позики і не дають права на участь у управлінні бізнесом емітента. Проте вони мають перевагу перед акціями при виплаті відсотків (порівняно з виплатою дивідендів), а також займають вищу позицію у черговості задоволення вимог у разі ліквідації емітента.

Які існують види облігацій за формою випуску та способом обліку прав. За формою випуску облігації можуть бути:

- документарні (у вигляді відокремлених документів);
- бездокументарні (у вигляді записів на рахунках уповноважених організацій).

Документарні облігації можуть бути:

- з централізованим депозитарним зберіганням;
- без централізованого депозитарного зберігання.

Якщо передбачається обов'язкове централізоване зберігання, то сертифікати облігацій не видаються на руки власникам. Облік їх прав у цьому разі здійснюється в депозитаріях, які виступають номінальними власниками в реєстрі.

За способом обліку та реалізації прав власника облігації можуть бути іменними та на пред'явника.

У разі випуску іменних облігацій імена власників фіксуються в спеціальному реєстрі.

Облігації на пред'явника випускаються тільки в документарній формі. Реалізація прав за такими облігаціями здійснюється шляхом пред'явлення власником сертифіката облігації. Облік власників таких облігацій не проводиться. Облігація на пред'явника повинна містити такі реквізити: назву «облігація», найменування емітента, порядковий номер облігації, загальну суму позики, номінал, процентну ставку, умови і порядок виплати відсотків та порядок погашення. Іменна ж облігація крім всіх вище перелічених має містити додатковий реквізит — найменування (ім'я) власника.

Які існують види облігацій за формою виплат номіналу й відсотків. За формою виплати позиченої суми облігації можуть бути такі, що передбачають виплати в:

- грошовій формі;
- негрошовій формі (у формі товарів або послуг, які надаються емітентом).

У деяких випадках негрошова форма виплати доходу передбачає виплату виключно товарами або послугами. В іншому разі існує можливість вибору між грошовим або майновим еквівалентом суми виплати (наприклад, золоті сертифікати або облігаційні житлові позики).

За формою виплати процентного доходу можна виділити:

- купонні облігації;
- безкупонні облігації.

Купонні облігації передбачають виплату серії платежів протягом терміну дії облігації. Після виплати чергового процентного доходу відбувається погашення відповідного купона. Купонними облігаціями можуть бути лише облігації на пред'явника. Якщо випускаються іменні облігації з регулярними процентними платежами, то необхідності у купонах просто немає, адже виплати процентного доходу здійснюються відповідно до реєстру власників облігацій. Незважаючи на те, що іменні облігації з регулярними процентними платежами не мають купонів, вони можуть

бути віднесені до класу купонних, оскільки за своїми основними характеристиками не відрізняються від них.

Безкупонними облигаціями (облигаціями з нульовим купоном) є дисконтні облигації, які продаються за ціною нижче номіналу, а погашаються за номіналом. До погашення таких облигацій ніяких виплат за ними не проводиться.

Ще одним різновидом безкупонних облигацій є облигації виграшних позик. Дохід виплачується або у вигляді виграшу за облигаціями, які потрапили в тираж розіграшу до закінчення терміну їх погашення, або у вигляді номінальної суми облигації при погашенні після закінчення терміну.

Які існують способи встановлення купона за облигацією. За стабільністю величини доходу за облигацією можна виділити:

- облигації з твердою процентною ставкою;
- облигації з плаваючою процентною ставкою.

Більшість облигацій приносить власникам фіксований дохід за твердою процентною ставкою. Величина доходу залишається незмінною протягом усього терміну облигації. В умовах непередбачених коливань процентних ставок такі облигації можуть не викликати зацікавленості в інвесторів. Тому емітенти випускають облигації з плаваючою процентною ставкою.

Наприклад, облигація номіналом 1000 грн випущена 1 березня 2014 р. Термін погашення — 1 березня 2019 р. Термін виплати відсотків — 1 березня. На перший рік встановлено процентну ставку 10 % річних. Починаючи з другого року (тобто з 1 березня 2015 р.) процентна ставка «прив'язується» до відсоткової ставки за державними короткостроковими облигаціями, перевищуючи її на 0,75 %. Проте заздалегідь зазначається, що процентна ставка за цією облигацією не може бути нижчою ніж 7,5 % річних.

Процентний дохід за облигаціями може коригуватися також з урахуванням темпів інфляції або коливань курсів національної та іноземної валюти. У такому разі емітують інфляційні валютно-індексовані облигації. Наприклад, прибутковість деяких російських корпоративних облигацій встановлюється з урахуванням зміни курсу рубля до долара.

Які існують види облигацій за способом розміщення. За способом розміщення можна виділити:

- облигації, які вільно обертаються (ринкові), тобто вільно продаються і купуються без обмежень у будь-який час (таких облигацій більшість);
- облигації з обмеженим колом обігу (облигації неринкових позик). До цієї ж категорії належать облигації для юридичних осіб.

Які існують види облигацій за емітентом та країною розміщення. Залежно від правового статусу емітента можна виділити:

- державні облигації (випускаються державою і державними органами управління, міністерствами й відомствами). До цього виду можна зарахувати також облигації, гарантовані державою;
- муніципальні облигації (випускаються місцевими органами влади — обласними, районними, міськими);
- корпоративні облигації (випускаються підприємствами різних організаційно-правових форм).

Залежно від приналежності емітента до країни розміщення і номінації валюти можна виділити:

- облигації внутрішнього ринку (випускаються резидентами країни й можуть бути номіновані як у місцевій, так і в іноземній валюті);
- міжнародні облигації (розміщуються емітентом за межами країни приналежності емітента й можуть номінуватися в різних валютах).

Яка роль облигацій у покритті витрат державного бюджету. Державні боргові зобов'язання посідають важливе місце на ринку капіталів і широко розповсюджені у світовій практиці. Це зумовлено механізмом формування та використання державного бюджету.

Фінансування дефіциту бюджету — покриття витрат у разі перевищення ними доходів — може здійснюватися шляхом:

- емісії грошей;

- боргового фінансування, яке, своєю чергою, може відбуватися за рахунок:
- кредиту, взятого у центрального або в комерційних банків,
- випуску державних облігацій.

Емісія грошей призводить до зростання темпів інфляції і розбалансування грошового обігу. Кредити банків, як свідчить світова практика, вимагають витрат більших, ніж випуск цінних паперів.

За допомогою випуску державних облігацій здійснюється:

- покриття поточного дефіциту бюджету, який виникає через те, що надходження доходів припадає на певні дати, а витрати здійснюються більш рівномірно;
- погашення раніше випущених облігаційних позик;
- фінансування державних програм капіталомістких проєктів;
- забезпечення кредитно-фінансових інститутів і комерційних банків ліквідними резервами (у цьому разі кредитно-фінансові установи, тримаючи державні облігації, одержують процентний дохід).

Що таке муніципальні облігації, їх види. Муніципальні облігації близькі до державних за своїми характеристиками. Різниця полягає в тому, що акумульовані емітентом облігацій кошти витрачаються на фінансування потреб муніципальних (регіональних) бюджетів і програм, а погашення й виплата відсотків здійснюються за рахунок муніципальних податків та інших доходів місцевих бюджетів.

Виділяють муніципальні облігації двох типів:

- загального боргу (витрати з обслуговування таких облігацій здійснюються за рахунок місцевих податків);
- дохідні (для їх обслуговування використовуються доходи, отримані від експлуатації об'єктів, зведених на кошти від випуску облігацій (платних споруд)).

Муніципальні облігації менш надійні порівняно з державними, тому процентна ставка за ними вище. Зазвичай муніципальні облігації мають неширокий ринок, обмежений межами штату або області.

За характером використання державні та муніципальні облигації є:

- ринковими (можуть вільно передаватися від одного власника іншому без обмежень);
- неринковими (не можуть бути передані першим власником іншій особі, не підлягають купівлі-продажу на вторинному ринку).

Прикладом неринкових облигацій є ощадні облигації, призначені для розповсюдження серед населення. Держатель не може їх продати іншій особі, проте на вимогу власника емітент бере на себе зобов'язання погасити облигацію за номіналом. До неринкових облигацій також належать спеціальні випуски облигацій, які розміщуються в страхових компаніях, пенсійних фондах й урядових організаціях. Такі облигації не можна продавати, але вони можуть бути пред'явлені емітенту для викупу через певний період часу після випуску до погашення.

Залежно від терміну дії державні облигації поділяються на:

- короткострокові (терміном до одного року);
- середньострокові (від 1 до 5 років);
- довгострокові (від 5 до 30 років);
- безстрокові (не мають терміну погашення, а їх власник одержує процентний дохід, допоки є власником облигації).

Що таке державні короткострокові облигації. Державні короткострокові облигації (зобов'язання) широко розповсюджені у багатьох країнах і посідають важливе місце на грошовому ринку. Вони випускаються для фінансування короткострокових потреб держави. Ці облигації активно використовуються комерційними банками для забезпечення їх потреб у ліквідних коштах та різноманітними фінансовими й нефінансовими компаніями для формування портфеля цінних паперів.

Державні короткострокові облигації є дисконтними фінансовими інструментами, тобто дохід інвестора утворюється за рахунок різниці між ціною погашення облигації (номіналом) і купівельною ціною, яка завжди нижче номіналу. Наприклад, інвестор купує облигацію з терміном дії один рік за ціною 950 грн, а отри-

мує при погашенні 1000 грн. Сума 50 грн буде доходом за облигацією. Оскільки гроші надаються в борг, то цей дохід, по суті, є процентним доходом або відсотками. Просто в цьому разі процентний дохід (відсотки) не обчислюється як відсоток від номіналу, а є абсолютною величиною, вираженою в грошових одиницях.

Державні короткострокові облигації — найбільш надійні інструменти ринку цінних паперів. Вони є високоліквідними, тому досить розповсюджені на вторинному ринку.

Що таке державні довгострокові облигації. Як зазначалось вище, залежно від терміну дії державні облигації поділяються на короткострокові (терміном до одного року) й облигації терміном дії понад рік (середньо- й довгострокові). Межа між середньостроковими й довгостроковими облигаціями умовна, тому часто обидва види розглядаються як довгострокові.

Державні та муніципальні довгострокові облигації відрізняються від короткострокових лише терміном дії. Виплата відсотків і погашення таких облигацій здійснюються за рахунок податків. Виняток становлять лише окремі види муніципальних облигацій, які оплачуються за рахунок доходів від об'єктів, споруджених за рахунок позик (наприклад, електростанцій).

Термін дії довгострокових державних облигацій варіюється дуже широко — від 1 до 30 років.

Що таке корпоративні облигації. Крім державних і муніципальних широке поширення мають й облигації, які випускаються іншими емітентами, перш за все акціонерними товариствами. Такі облигації називають корпоративними.

Випуск облигацій використовується емітентами як засіб залучення додаткового капіталу для фінансування певних програм. Емісія корпоративних облигацій здійснюється, коли власники мають на меті збільшення масштабів своєї діяльності, не допускаючи «розмивання» капіталу за рахунок залучення нових власників.

Що таке забезпечені облигації. Які особливості облигацій, забезпечених заставними. Залежно від способу забезпечення позики облигації можуть бути забезпечені та незабезпечені.

Забезпечені облигації випускаються під заставу конкретного майна, яке належить емітенту, — землі або цінних паперів. У разі несплати боргу й відсотків за ним застава реалізується і виручка спрямовується на задоволення претензій власників облигацій. Застава оформляється в іпотечному банку (якщо закладається земля чи нерухоме майно) або траст-компанії (якщо закладаються цінні папери). У разі порушення умов позики суб'єкти, у яких оформляється застава, займаються її реалізацією і задоволенням вимог кредиторів. Облигації, забезпечені заставами під нерухомість, широко використовуються на сьогодні в США в газовій промисловості та електропостачанні.

Облигації, забезпечені заставними під нерухомість, встановлюють першочергове право отримання майна емітента.

Заставна — вид боргового зобов'язання, за яким кредитор у разі неповернення боргу позичальником отримує ту чи ту нерухомість. За своєю природою заставні бувають досить різноманітні. Їх номінації відображають номінацію реальної вартості майна, на основі якого виникає ця застава. Наприклад, у США мають місце так звані «сімейні» заставні, заставні під офісні будівлі, фермерські заставні. У США сукупна вартість заставних перевищує 2 трлн дол. Проте вторинний ринок заставних є досить вузьким через різноманітність закладеного майна. Для розширення вторинного ринку останніми роками почали створювати пули заставних, в яких зосереджуються індивідуальні заставні. Пул випускає сертифікати, кожен з яких представляє певну частку цього пулу. Власник такого сертифіката є співвласником пулу й отримує відповідну частку від внесків, що надходять у пул за заставними. У разі несплати боргу за останніми закладене майно надходить у розпорядження пулу. Відмінність такої облигації від типової полягає в тому, що власник сертифіката на частку пулу отримує не тільки процентні платежі, а й частину основної суми

боргу. У цьому разі вартість сертифіката з часом зменшується і до моменту погашення може становити незначну величину.

У заставних є одна негативна властивість — невизначеність величини надходжень за ними. Справа в тім, що домовласникам дозволено робити дострокові платежі за такими паперами. У результаті спочатку пул одержує більший дохід, як й інвестор пулу, але пізніше надходження скоротяться. Крім того, при падінні процентних ставок платники за заставною робитимуть дострокові платежі, щоб рефінансувати власні борги. Тому власник сертифіката може отримати його номінальну вартість у несприятливий період — коли ставки відсотків знизяться. Через це інвестору доведеться шукати нові інструменти для вкладень, причому на базі низьких процентних ставок.

Що таке незабезпечені облигації. Незабезпечені облигації не породжують майнових претензій до емітента, а забезпечуються за рахунок його загальної платоспроможності. Через це умовою їх випуску є високий кредитний рейтинг фірми-позичальника. Компанії з низьким кредитним рейтингом навряд чи можуть розраховувати на успіх, якщо вдадуться до випуску таких цінних паперів.

Незабезпечені облигації є молодшими паперами порівняно із забезпеченими. Незабезпечені облигації бувають двох видів: крім просто незабезпечених облигацій існують другорядні незабезпечені облигації. Вони мають вимоги до прибутку емітента в другу чергу — після незабезпечених облигацій.

Наймолодшими вважаються дохідні облигації. Вимоги за ними задовольняються в останню чергу, а процентний дохід виплачується лише в разі, якщо емітент має достатній розмір прибутку. Випуски таких облигацій часто називають реорганізаційними. Їх випускають емітенти, які увійшли в смугу реорганізації, із застереженням про прибуток.

Що таке відкличні облигації. З точки зору збереження терміну дії облигацій можна виділити такі:

- з незмінним терміном;
- з постійно змінюваним терміном.

Облігація з незмінним терміном зберігається протягом терміну, на який вона випущена.

Облігація зі скороченням терміну позики, або відклична, може бути погашена (відкликана) достроково. Про це емітент повідомляє держателя облігації завчасно. Дострокове погашення облігацій проводиться за ціною, яка трохи перевищує номінал, адже воно відповідає інтересам емітента, але може суперечити інтересам інвестора (власника). Крім викупної ціни держателю виплачується сума нарахованих відсотків на день погашення.

Що таке облігації з опціоном «пут» й облігації з офертами. Різновидом облігацій зі скороченням терміну дії є облігації з опціоном «пут». Такий опціон дає право власникові продати облігації емітенту до настання терміну платежу. Ціни на такі облігації не можуть сильно відрізнятись від номіналу. Якщо процентні ставки підвищуються, а ціна облігацій впаде, власник може продати її емітенту за номіналом і реінвестувати одержані кошти за поточними ставками.

Широкого поширення у багатьох країнах набули облігації з офертами, які є аналогами облігацій з опціоном «пут» / put. Оферта означає, що емітент зобов'язується купувати свої облігації у будь-якого їх власника в певний термін за певною ціною. Держатель (власник) облігації, який бажає використати оферту, подає заявку на продаж облігації за ціною оферти. Заявка задовольняється емітентом через викуп облігації у власника. Безвідкличність оферти полягає в тому, що пропозиція про викуп облігацій не може бути відкликана протягом строку, встановленого для його прийняття.

Облігації можуть відрізнятись і за умовами погашення позики. В одних випадках всі облігації однієї позики погашаються в один і той же час, а в інших — з метою розподілу в часі процесу погашення заборгованості емітент може випустити облігації кількох серій, і кожна серія матиме певну дату погашення.

Що таке викупний фонд, його завдання. Деякі випуски облігаційних позик передбачають утворення викупного фонду.

Найчастіше це відбувається при випуску незабезпечених облігацій, оскільки наявність фонду підвищує їх надійність.

Викупний фонд утворюється за рахунок прибутку емітента й зазвичай передається в довірче управління трастовим фондом за умовами договору про викуп облігацій. У договорі передбачається графік щорічних виплат трастовим фондом і сума номіналів, які підлягають щорічному погашенню. Певна частина випуску, яка не була викуплена до встановленого терміну (зазвичай від 10 до 25 % випуску), буде погашена одноразовим погашенням.

В іншому разі емітенти формують викупний фонд і самостійно використовують його для викупу своїх облігацій на відкритому ринку за ринковим курсом.

Що таке конвертовані облігації та облігації з ордером (варантом). Будь-яка облігація забезпечує її власнику право на періодичне отримання відсотків (раз на рік, півріччя або квартал) та номінальної суми на час погашення облігації. Проте деякі види облігацій можуть давати власникам додаткові права. До таких належать:

- конвертовані облігації;
- облігації з ордерами.

Конвертовані облігації дають своєму власнику право обміняти їх на звичайні акції компанії-емітента в певний строк і за заздалегідь визначеним курсом.

Облігація з ордером (варантом) характеризується тим, що її власнику видається ордер (варант) на право покупки звичайних акцій компанії-емітента за обумовленою ціною у визначений термін. Ордер може бути виданий як під час емісії облігацій, так і через певний період часу (іноді навіть через кілька років) після випуску.

Конвертовані облігації та облігації з ордерами випускаються з метою підвищення привабливості облігаційної позики для інвесторів і тим самим пришвидшення збору позикових коштів за її рахунок.

Які існують види міжнародних облігацій. Емітент може розміщувати облігації як всередині країни, так і за її межами.

Облігації, які розміщуються емітентом за межами своєї країни приналежності, називаються міжнародними.

Можна виділити такі види міжнародних облігацій:

- іноземні;
- єврооблігації.

Іноземні (зарубіжні) облігації розміщуються за межами країни, у якій перебуває емітент, у валюті цієї країни. Такі облігації часто мають специфічні назви. Наприклад, іноземні облігації, які розміщуються в США й номіновані в доларах США, називають «янками» (yankee bonds). Облігації, емітовані нерезидентами у Великобританії, називають «бульдогами» (bulldogs bond), у Японії — «самураями».

Емісія іноземних облігацій здійснюється відповідно до правил тієї країни, де проводиться їх розміщення.

Випуск міжнародних облігацій дає змогу окремим державам і крупним компаніям задовольнити потреби в капіталі за рахунок його залучення на ринках інших країн. Для інвестора сенс придбання іноземних облігацій полягає у можливості здійснити міжнародну диверсифікацію ризику неплатежу за своїми вкладеннями та знизити ризик від можливого коливання курсів валют.

Наприклад, французький інвестор може придбати облігації американської корпорації, номіновані в доларах. Припустімо, що на час покупки облігацій курс долара до євро становив 1,2 до 1. Через деякий час, у період виплати відсотків, курс долара до євро складав уже 1,4 до 1. Свій процентний дохід інвестор конвертує у євро за поточним курсом, а отже, зазнає втрат. Коли ж інвестор має облігації американської компанії, номіновані у євро, то йому не доведеться хвилюватись з приводу зміни курсу валют.

Що таке єврооблігації, їх особливості. Єврооблігаціями є облігації, які номіновані не в валюті країни перебування емітента. Вони розміщуються як за межами країни перебування емітента, так і тієї країни, у валюті якої вони номіновані. Зазвичай єврооблігації розміщуються на міжнародних ринках облігацій.

Бурхливий ріст випусків єврозаймів почався з кінця 1960-х років. Якщо у 1970-х роках обсяг емісії єврооблігацій приблизно дорівнював обсягу випуску іноземних облігацій, то починаючи з 1982 р. емісії єврооблігацій почали випереджувати емісії іноземних облігацій. У 1990-ті роки обсяги емісії єврооблігацій вже в кілька разів перевищували обсяги випуску іноземних облігацій.

Як свідчать статистичні дані, від половини до 2/3 всіх єврооблігацій випускається корпораціями, решта — урядами різних держав і міжнародними організаціями приблизно порівну. Для успішного розміщення облігацій на міжнародних ринках емітенту слід отримати рейтинг хоча б одного з рейтингових агентств (краще кількох), таких як Standard and Poor's, Moody's тощо.

Єврооблігації поділяються на:

- довгострокові папери — євробонди (eurobonds);
- середньострокові боргові папери — євроноти (euronotes).

До європаперів також належать короткострокові — так звані єврокомерційні векселі. Проте вони в поняття єврооблігацій зазвичай не включаються.

Різниця між євробондами і євронотами умовна: вони відрізняються між собою лише термінами дії. Проте деякі випуски євробондів та євронот не мають навіть і цих відмінностей.

Випуск єврооблігацій має перевагу як для емітентів, так і для інвесторів. За випуск єврооблігацій емітент зазвичай не платить податків. Процентний дохід за облігаціями виплачується інвестору в повному обсязі, і вже він сплачує податок на дохід згідно із законодавством країни, чийм резидентом він є.

Зазвичай єврооблігації випускають у представницькій формі з відривними купонами. Їх погашення здійснюється або єдиним платежем, або протягом деякого періоду часу з фонду погашення. В останньому разі емітент або викуповує облігації на відкритому ринку, або проводить періодичні тиражі погашення за номіналом.

Які існують різновиди єврооблігацій. Можна виділити такі різновиди єврооблігацій.

1. Облігації з твердим процентним доходом (fixed rate bonds). Величина купонного доходу не змінюється протягом усього терміну дії. Такі облігації випускаються державами, корпораціями, фінансовими інститутами й мають високий кредитний рейтинг. На облігації з твердим процентним доходом припадає близько 80 % усіх випущених єврооблігацій. Частина таких облігацій є відкличними.

2. Облігації зі змінною процентною ставкою. Вони характеризуються тим, що відсотковий дохід за ними змінюється залежно від стану фінансового ринку. Дохід може прив'язуватись до ставки LIBOR або до рівня прибутковості за казначейськими векселями США, з деякою надбавкою до цих величин. Купонний період за такими облігаціями становить зазвичай 3 або 6 місяців.

3. Облігації з нульовим купоном. Такі облігації характеризуються тим, що дохід інвестора утворюється за рахунок різниці між ціною погашення та ціною емісії. Деякі облігації, зокрема облігації зростання, розміщуються за номіналом, а погашаються за ціною вище номіналу. Наприклад, Deutsche Bank Finance NK випустив у 1985 р. десятирічні облігації, які були погашені в 1995 р. за ціною, що дорівнює 287 % від номіналу. Інші, наприклад облігації з глибоким дисконтом, продаються за ціною нижче номіналу, а погашаються за номіналом.

4. Конвертовані єврооблігації характеризуються тим, що через певний період часу можуть бути обміняні на звичайні акції компанії-емітента за певним курсом.

Єврооблігації можуть випускатися в різних валютах. До початку 1980-х років основною валютою (до 80 % всіх емісій) був долар США. На сьогодні частка єврооблігацій у доларах США скоротилася до однієї третини.

Які види вартості має облігація. Облігація має такі види вартості:

- номінал (або номінальну ціну);
- емісійну ціну;
- ціну погашення;

- курсову ціну;
- розрахункову ціну.

Номинальна ціна — це та величина в грошових одиницях, яка позначена на облігації. Зазвичай облігації випускаються з високим номіналом. Наприклад, у США найчастіше випускаються облігації з номіналом 1000 дол.

Емісійна ціна облігації — це ціна, за якою відбувається продаж облігацій їх першим власникам. Емісійна ціна може дорівнювати, бути менше або більше номінальної ціни. Співвідношення залежить від типу облігацій та умов їх емісії.

Ціна погашення — це ціна, яка виплачується власникам облігацій після закінчення терміну позики. У більшості випусків ціна погашення дорівнює номінальній ціні, але може й відрізнятись від неї.

Курсова ціна — це ціна, за якою облігації продаються на вторинному ринку. Якщо рівень номінальної ціни, ціни погашення та емісійної ціни зафіксовано при випуску позики, то курсова ціна зазнає значних змін протягом строку життя облігації — вона коливається навколо теоретичної (внутрішньої, або розрахункової) вартості (або ціни) облігації.

Загальний підхід до визначення теоретичної вартості будь-якого цінного паперу передбачає таке: щоб з'ясувати, скільки має коштувати цінний папір на цей час, необхідно знайти чисту приведену вартість всіх доходів, які отримає інвестор за період володіння цінним папером. Приведена (поточна) вартість грошей обчислюється за формулою:

$$PV = \frac{FV_n}{(1 + R)^n}, \quad (3.14)$$

де FV — майбутня величина доходів (future value);

PV — справжня або теперішня вартість грошей (present value);

R — ставка дисконтування у долях одиниці — відсоток, поділений на 100 (discount rate);

n — число років.

Як визначити вартість облігації. Формула, за якою обчислюється вартість облігації, має такий вигляд:

$$P = \frac{D}{1+R} + \frac{D}{(1+R)^2} + \dots + \frac{D}{(1+R)^n} + \frac{N}{(1+R)^n}$$

або

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{D}{(1+R)^i} + \frac{N}{(1+R)^n}, \quad (3.15)$$

де P — ціна облігації;

D — процентний (купонний) дохід (у грошових одиницях);

R — необхідна норма прибутку (ставка дисконтування — у долях одиниці).

Якщо уявити купонні виплати у формі анuitету, то можна використовувати таку формулу:

$$P = \frac{D}{R} \left[1 - \frac{1}{(1+R)^n} \right] + \frac{N}{(1+R)^n}. \quad (3.16)$$

Якщо ставка дисконтування змінюється в часі, то для визначення теперішньої вартості облігацій необхідно обчислити дисконтовані (приведені) потоки доходів кожного року, використовуючи формулу:

$$D_{pi} = \frac{D_i}{(1+R_1) \cdot (1+R_2) \cdot \dots \cdot (1+R_i)}, \quad (3.17)$$

де D_{pi} — приведена вартість доходу i -того року;

D_i — дохід i -го року;

R_1, R_2, \dots, R_i — ставка дисконтування відповідно до 1-го, 2-го, ..., i -го року.

У разі, якщо процентний дохід за облігаціями виплачується не один, а кілька разів на рік, формули (3.15) та (3.16) матимуть вигляд:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{\frac{D}{m}}{\left(1 + \frac{R}{m}\right)^{mn}} + \frac{N}{\left(1 + \frac{R}{m}\right)^{mn}} \quad (3.18)$$

або

$$P = \frac{D}{R} \left[1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{R}{m}\right)^{mn}} \right] + \frac{N}{\left(1 + \frac{R}{m}\right)^{mn}}, \quad (3.19)$$

де m — число виплат процентного доходу протягом року.

Досі було розглянуто випадки, коли до моменту погашення облигації залишається ціле число років або купонних періодів. Проте облигації можуть продаватися і купуватися в будь-який момент часу (на початку, всередині й у кінці купонного періоду).

Для нецілого числа років формула наведеної вартості має такий вигляд:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{D}{(1+R)^k \cdot (1+R)^{i-1}} + \frac{N}{(1+R)^k \cdot (1+R)^{n-1}}, \quad (3.20)$$

де $k = \frac{T}{365}$;

n — ціле число років, включаючи нецілий рік;

T — число днів до виплати першого купона.

Вищенаведені підходи та формули стосувались облигацій з постійним купоном. Проте купонні облигації бувають як з постійною, так і зі змінною купонною ставкою. Останні характеризуються тим, що величина процентного доходу змінюється залежно від зміни ситуації на фінансовому ринку. Прикладами таких облигацій є облигації федеральної позики зі змінним купоном (ОФЗ-ПК) та облигації державної ощадної позики (ОГСЗ). Вартість таких облигацій обчислюється за формулою:

$$P = \frac{D_1}{1+R_1} + \frac{D_2}{(1+R_1) \cdot (1+R_2)} + \dots + \frac{D_n + N}{(1+R_1) \cdot (1+R_2) \cdot \dots \cdot (1+R_n)}, \quad (3.21)$$

де $D_1, D_2 \dots D_n$ — процентний дохід i -го періоду ($i = 1, 2, \dots, n$);

$R_1, R_2, \dots R_n$ — необхідна норма прибутку (ставка дисконтування у долях одиниці) i -го періоду.

Як визначити вартість безкупонної облигації. Безкупонна облигація може бути представлена як купонна, розмір купонних платежів за якою дорівнює нулю. Оскільки процентні платежі дорівнюють нулю, формули (3.15) та (3.16) матимуть вигляд:

$$P = \frac{N}{(1+R)^n}. \quad (3.22)$$

Для розрахунку вартості безкупонної облигації з нецілим числом років можна використовувати спрощену формулу (3.20), у якій для оцінки вартості використовуються складні відсотки:

$$P = \frac{N}{(1+R)^k \cdot (1+R)^{n-1}}. \quad (3.23)$$

Для визначення ціни короткострокових облигацій (із терміном дії менше одного року) зазвичай використовується формула:

$$P = \frac{N}{1 + \frac{R \cdot T}{365}}. \quad (3.24)$$

Як визначити поточну прибутковість облигації. Якщо відома курсова вартість облигації і величина процентного доходу, то поточна прибутковість облигації обчислюється за формулою:

$$R_T = \frac{D}{P}, \quad (3.25)$$

де R_T — поточна прибутковість облигації;

D — процентний дохід у грошових одиницях;

P — ціна облигації.

Що таке прибутковість до погашення облігації, як її визначити. Якщо інвестор має намір тримати облігацію протягом усього періоду до її погашення, він може зіставити всі отримані за облігацією доходи (процентні платежі та суму погашення) з ціною її придбання. Отримана таким способом величина називається прибутковістю до погашення, або внутрішньою нормою прибутку.

Якщо відома ціна облігації, то прибутковість до погашення можна визначити методом послідовних наближень, використовуючи формули (3.15) або (3.16). У зазначені формули потрібно підставляти різні значення R , для кожного з яких визначати відповідне значення ціни. Якщо для деякого значення R отримується ціна, вища за задане значення ціни (P), то слід збільшити значення R і знайти нове значення P . Якщо отримане значення P нижче заданої ціни, то необхідно зменшити значення R тощо. Такі дії слід продовжувати, поки розрахункова ціна не збігатиметься із заданою. Отримане таким методом значення R і буде прибутковістю облігації до погашення, або внутрішньою нормою прибутку облігації.

Дохідність до погашення — це така ставка дисконтування, при якій приведена вартість процентних платежів і суми погашення облігації дорівнює її купівельній ціні.

Обчислення прибутковості до погашення дає змогу розв'язувати питання щодо доцільності тих чи тих інвестицій. Якщо інвестор визначив для себе необхідну норму прибутку для цього виду вкладень (з урахуванням ризику) і ця норма прибутку за облігацією дорівнює або вище необхідної, то покупка облігації є вигідною. Якщо ж прибутковість за облігацією нижче необхідної норми прибутку, то вкладення коштів у купівлю облігацій є неприйнятним.

На практиці на вибір інвестора впливає значна кількість факторів. Через це не завжди потрібно здійснювати точні обчислення. Для приблизного визначення рівня прибутковості облігації можна використовувати формулу:

$$R = \frac{\frac{N - P}{2} + D}{\frac{n}{N + P}}, \quad (3.26)$$

де N — номінал облігації;

P — ціна облігації;

n — число років до погашення облігації;

D — щорічний процентний дохід за облігацією (у грошових одиницях).

Слід зазначити, що відхилення приблизного рівня прибутковості, отриманого за формулою (3.26), від його точної оцінки є досить незначним і перебуває в межах допустимої помилки.

Точну оцінку прибутковості можна отримати, використовуючи для розрахунків фінансовий калькулятор або формули, вбудовані в програмні продукти.

Як обчислити прибутковість безкупонної облігації.

Прибутковість безкупонної облігації (облігації з нульовим купоном) обчислюється за формулою (3.22):

$$P = \frac{N}{(1 + R)^n}.$$

Після перетворень отримуємо:

$$R = \sqrt[n]{\frac{N}{P}} - 1. \quad (3.27)$$

Якщо інвестору потрібно порівняти прибутковість за безкупонними облігаціями з прибутковістю купонних облігацій, з виплатою доходу m -разів на рік, то формула (3.27) набуває вигляду:

$$R = \left(\sqrt[mn]{\frac{N}{P}} - 1 \right) \cdot m. \quad (3.28)$$

Прибутковість короткострокових облігацій (строком дії до одного року) зазвичай обчислюється за формулою:

$$R = \frac{D}{P} \cdot \frac{365}{T}, \quad (3.29)$$

де D — величина дисконту (процентного доходу) у грошових одиницях;

P — ціна облігації;

T — число днів до погашення облігації.

Підставляючи замість $D = N - P$, отримуємо:

$$R = \frac{N - P}{P} \cdot \frac{365}{T}, \quad (3.30)$$

$$R = \left(\frac{N}{P} - 1 \right) \cdot \frac{365}{T},$$

де N — номінал облігації.

Як визначити прибутковість до погашення облігацій зі змінним купонним доходом. Дохідність до погашення облігацій зі змінною процентною ставкою (з плаваючим купоном) достовірно визначити неможливо. Можна говорити лише про приблизну оцінку, здійснену на основі прогнозування майбутньої ринкової кон'юнктури. Разом з тим величина купонної ставки на наступний період саме таким чином і встановлюється — виходячи з очікуваної кон'юнктури ринку на наступний період.

У цілому облігацію зі змінним купонним доходом можна розглядати як серію або сукупність короткострокових облігацій. Це цілком коректно, оскільки прибутковість таких облігацій на черговий купонний період встановлюється на рівні прибутковості короткострокових інструментів. Таким чином, для визначення прибутковості до погашення чергового купона для облігацій зі змінним купонним доходом доцільно використовувати наведену вище формулу (3.29), яка застосовується для визначення прибутковості короткострокових облігацій.

Що таке прибутковість за період володіння облігаціями.

Інвестор може продати облігацію до настання терміну погашення. У такому разі може виникнути потреба визначити її прибутковість за період володіння. Розрахунок прибутковості облігацій за період володіння практично не відрізняється від методів розрахунку прибутковості до погашення. Різниця полягає лише в тому, що інвестор отримує не суму погашення (номінал облігації), а продажну ціну облігації, що може відрізнятись від номіналу. Тому для розрахунку прибутковості за період володіння в наведених вище формулах номінал облігації слід замінити на ціну її продажу.

Що таке реалізований відсоток за облігацією. Припустімо, інвестор розраховує величину прибутковості облігації до погашення. Якщо рівень прибутковості виявиться прийнятним, то інвестор ймовірніше за все вирішить залишити облігацію у себе до погашення. У такому разі завдання інвестора полягає не лише в тому, щоб отримувати купонні платежі, а й реінвестувати ці суми, щоб забезпечити вищий рівень прибутковості.

Прибутковість, отримана з урахуванням реінвестування доходів (або отримання відсотка на відсоток), зазвичай розглядається як повністю нарощена або капіталізована ставка прибутковості. Цю величину називають також реалізованим відсотком, реалізованою прибутковістю, ставкою ринкової капіталізації, або очікуваною нормою прибутку.

Для інвестора величина реалізованого відсотка має вагоме значення. Особливо вона важлива для інвестиційних програм, які мають значну величину поточного доходу.

ТЕМА 4

КОРОТКОСТРОКОВІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ ТА КОНВЕРТОВАНІ Й ПОХІДНІ ЦІННІ ПАПЕРИ

Що таке депозитні сертифікати

Депозитний сертифікат — це порівняно новий інструмент грошового ринку. Так, у США перший випуск депозитних сертифікатів здійснив First National City Bank of New York у 1961 р. Згодом вони отримали в США та інших країнах широке поширення. Термін дії депозитного сертифіката становить від кількох днів до року і більше.

Депозитні сертифікати купуються як фінансовими, так і нефінансовими компаніями та мають обширний вторинний ринок. Вони є менш надійними інструментами, ніж державні облігації, тому повинні мати вищий рівень прибутковості.

Які реквізити містить банківський сертифікат

На бланку сертифіката повинні міститися такі обов'язкові реквізити:

- найменування «ощадний (або депозитний) сертифікат»;
- номер і серія сертифіката;
- дата внесення вкладу або депозиту;
- розмір вкладу або депозиту, оформленого сертифікатом (прописом і цифрами);
- безумовне зобов'язання кредитної організації повернути суму, внесену на депозит, або вклад і виплатити відсотки;
- дата запитання суми за сертифікатом;

- ставка відсотка за користування депозитом або вкладом;
- сума відсотків (прописом і цифрами);
- ставка відсотка при достроковому пред'явленні сертифіката до оплати;
- найменування, місцезнаходження та кореспондентський рахунок кредитної організації, відкритий в Національному банку України;
- для іменного сертифіката: найменування та місцезнаходження вкладника — юридичної особи, ПІБ і паспортні дані вкладника — фізичної особи;
- підписи двох осіб, уповноважених кредитною організацією на підписання такого роду зобов'язань, скріплені печаткою кредитної організації.

Відсутність у тексті бланка сертифіката якого-небудь з обов'язкових реквізитів робить його недійсним.

Кредитна організація, що випускає сертифікат, може включити в нього інші додаткові умови та реквізити, які не суперечать змісту обов'язкових реквізитів і законодавству України.

Іменний сертифікат повинен мати місце для оформлення відступлення права вимоги (цесії), а також може містити додаткові аркуші (додатки), на яких оформляються цесії. Додаткові аркуші, що є приналежністю іменного сертифіката, мають бути пронумеровані.

Бланк ощадного (депозитного) сертифіката повинен також містити всі основні умови випуску, оплати та обігу сертифіката (умов та порядку відступлення вимоги), відновлення прав за сертифікатом у разі його втрати.

Сертифікати повинні мати корінці, які складаються за затвердженою банком формою.

При виписці сертифіката кредитна організація заповнює всі реквізити корінця сертифіката. Корінець сертифіката підписується власником сертифіката або його уповноваженою особою згідно з дорученням, відділяється від сертифіката й зберігається в кредитній організації.

Як здійснюється відступлення прав вимог за сертифікатами, їх погашення

Відступлення вимоги за сертифікатом на пред'явника здійснюється простим врученням цього сертифіката. Права, засвідчені іменним сертифікатом, передаються в порядку, встановленому для цієї.

Відступлення вимоги за іменним сертифікатом оформлюється на зворотному боці такого сертифіката або на додаткових аркушах (додатках) двосторонньою угодою особи, яка відступає свої права (цедента), та особи, яка отримує ці права (цесіонарія). Угода про відступання вимоги за депозитним сертифікатом підписується з кожного боку двома особами, уповноваженими на здійснення таких операцій, і скріплюється печаткою юридичної особи. Договір про відступання вимоги за ощадним сертифікатом підписується обома сторонами особисто. Відступання вимоги за сертифікатом може бути здійснене тільки протягом терміну обігу сертифіката.

При настанні дати запитання вкладу або депозиту кредитна організація здійснює платіж проти пред'явлення сертифіката й заяви власника із зазначенням рахунку, на який мають бути зараховані кошти. Для громадян платіж може здійснюватися як шляхом переказу суми на рахунок, так і готівкою.

Як визначити вартість сертифіката

За своїми основними характеристиками депозитні й ощадні сертифікати схожі з короткостроковими та середньостроковими облігаціями. Після закінчення терміну дії сертифіката його власник отримує суму вкладу та відсотків. Якщо відома процентна ставка за сертифікатом терміном дії до одного року, то сума нарахованих відсотків (процентного доходу) може бути обчислена за формулою:

$$D = N \cdot \frac{R_c \cdot T}{365}, \quad (4.1)$$

де N — номінал сертифіката;

D — процентний дохід;

R_c — процентна ставка за сертифікатом;

T — термін дії сертифіката.

Сума, що виплачується власнику сертифіката при погашенні, дорівнює:

$$N + D = N + N \cdot \frac{R_c \cdot T}{365} = N \left(1 + \frac{R_c \cdot T}{365} \right). \quad (4.2)$$

Ціна сертифіката обчислюється за формулою:

$$P = \frac{N \left(1 + \frac{R_c \cdot T}{365} \right)}{1 + R \cdot \frac{T}{365}}, \quad (4.3)$$

де R — необхідна норма прибутку

Термін дії ощадних сертифікатів, як зазначалося, може бути до трьох років. Ціна сертифікатів, що випускаються на термін більше одного року, визначається так само, як і для довгострокових облігацій.

Що таке комерційні цінні папери

Комерційні цінні папери — це короткострокові зобов'язання виплатити певну суму грошей у встановлений термін замість отриманої суми. Тобто це короткострокові, незабезпечені конкретним майном облігації, що випускаються фінансовими або іншими компаніями. У США такі цінні папери випускаються на термін не більше 270 днів, оскільки папери з великим терміном дії мають бути зареєстровані в Комісії з цінних паперів і бірж.

Одна з причин випуску таких цінних паперів полягає в тому, що здебільшого простіше й дешевше задовольнити фінансові потреби в короткострокових коштах шляхом випуску цінних паперів, ніж за рахунок залучення коштів комерційних банків.

Надійність комерційних цінних паперів залежить від кредитного рейтингу компанії що їх випускає, але в будь-якому разі вона нижча, ніж у державних і муніципальних облигацій. Однак для інвесторів комерційні цінні папери є привабливими, оскільки мають більш високу прибутковість порівняно з останніми. Крім того, термін їх дії може бути точно узгоджений з вимогами інвестора, у той час як державні та муніципальні облигації мають строго фіксований термін дії, що менш зручно для кредитора.

Більшість комерційних цінних паперів не має широкого вторинного ринку, тож їх ліквідність обмежена, а ризик втратити кошти досить високий. Однак багато позичальників укладає з кредиторами угоду про зворотний викуп паперів, якщо покупець змушений буде продати їх до закінчення терміну дії.

Більшість комерційних цінних паперів купується нефінансовими компаніями, тому їх випуск є методом фінансування одних одиниць бізнесу іншими, минаючи банківську систему.

Що таке біржові облигації

Біржова облигація — це емісійний цінний папір терміном до 3 років. Емітентом є господарське товариство, державна корпорація або міжнародна фінансова організація, акції або облигації яких включені в лістинг фондової біржі. Емісія цих облигацій здійснюється без державної реєстрації їх випуску, без реєстрації облигацій і без державної реєстрації звіту про підсумки їх випуску при одночасному виконанні таких умов:

- розміщення облигацій здійснюється шляхом відкритої підписки на фондовій біржі;
- емітент облигацій існує не менше трьох років і має затверджену річну бухгалтерську звітність за два завершені фінансові роки;
- облигації дають їх власникам виключно право на отримання номінальної вартості або номінальної вартості й фіксованого відсотка від номінальної вартості;

- облігації випускаються в документарній формі на пред'явника з обов'язковим зберіганням їх сертифікатів у депозитарії, який здійснює депозитарні операції за підсумками угод з цінними паперами;
- оплата облігацій при їх розміщенні, а також виплата номінальної вартості й відсотків за облігаціями може здійснюватися тільки грошовими коштами.

Які особливості емісії біржових облігацій. Біржові облігації допускаються до торгівлі на фондовій біржі в процесі їх розміщення та обігу. Датою допуску цих облігацій до торгів є дата прийняття відповідного рішення уповноваженим органом фондової біржі.

При допуску біржових облігацій до торгів на фондовій біржі в процесі розміщення їх випуску присвоюється індивідуальний ідентифікаційний номер. Порядок присвоєння останнього встановлюється органом виконавчої влади, який регулює діяльність ринку цінних паперів.

Обов'язковими реквізитами сертифіката біржових облігацій замість державного реєстраційного номера випуску емісійних цінних паперів і дати державної реєстрації є ідентифікаційний номер, присвоєний випуску біржових облігацій фондовою біржею та дата їх допуску до торгів на фондовій біржі в процесі розміщення облігацій.

У повідомленні про включення біржових облігацій у список цінних паперів, допущених до торгів на фондовій біржі в процесі їх розміщення, має бути зазначено: повне найменування емітента біржових облігацій, дата допуску їх до торгів на фондовій біржі, ідентифікаційний номер, номінальна вартість, кількість біржових облігацій і ціна (порядок визначення ціни) їх розміщення.

У разі допуску біржових облігацій до торгів на фондовій біржі їх емітент та фондова біржа зобов'язані забезпечити доступ до інформації будь-яким зацікавленим особам незалежно від цілей отримання цієї інформації, а також у строк не пізніше ніж за сім днів до дати початку розміщення (обігу) біржових облігацій

розкрити інформацію про допуск біржових облігацій до торгів на фондовій біржі відповідно до правил допуску біржових облігацій до торгів, затверджених фондовою біржею.

Емітент зобов'язаний завершити розміщення біржових облігацій у термін, встановлений рішенням про їх випуск, але не пізніше одного місяця з дати початку обігу. Подання звіту про підсумки випуску біржових облігацій не потребує.

Не пізніше наступного дня після закінчення терміну розміщення біржових облігацій або не пізніше наступного дня після розміщення останньої біржової облігації в тому разі, якщо всі біржові облігації випуску розміщені до закінчення зазначеного терміну, фондова біржа зобов'язана розкрити інформацію про підсумки випуску біржових облігацій і повідомити про це орган виконавчої влади, який регулює діяльність ринку цінних паперів. Розкрита інформація і повідомлення про підсумки випуску біржових облігацій повинні містити дати початку й закінчення розміщення біржових облігацій, фактичну ціну (ціни) розміщення, номінальну вартість, обсяг за номінальною вартістю і кількість розміщених біржових облігацій.

Що таке вексель, його види

Вексель являє собою абстрактне, нічим не обумовлене боргове зобов'язання, яке дає право власнику вимагати позначеної на векселі грошової суми з особи, яка видала або акцептувала вексель.

Векселі можуть бути прості й переказні. У разі простого векселя векседавець одночасно є платником. При випуску переказного векселя (тратти) векседавець зазначає ім'я платника та того, кому або за наказом кого має бути здійснений платіж. Платник, зазначений у переказному векселі, має акцептувати вексель, тобто поставити на ньому свій підпис і тим самим взяти на себе зобов'язання оплатити його при настанні зазначеного терміну.

Векселедавець простого векселя та акцептант переказного векселя є головними боржниками за векселем і несуть відповідальність за оплату векселя в термін.

Що таке індосамент та аваль. Держатель векселя може передавати вексель іншій особі за допомогою передавального напису, а саме — *індосаменту*. Передавальний напис робиться на звороті векселя або на додатковому аркуші. Особа, яка провадить передавальний напис, називається індосантом, а особа, якій адресується вексель, — індосатом. Індосамент може не містити зазначення особи, на користь якої він зроблений. Це так званий бланковий індосамент. Векселедержатель бланкового індосаменту може заповнити бланк на своє ім'я, ім'я іншої особи або передати вексель третій особі без індосаменту. Бланковий індосамент, по суті, означає передачу векселя на пред'явника.

За платіж за векселем може бути дано поручительство третьою особою — авалістом. *Аваль* — це поручительство за векселем у вигляді особливого гарантійного запису.

Які обов'язкові реквізити має містити вексель. Переказний вексель повинен містити:

- 1) найменування «вексель», включене в сам документ і зазначене тією мовою, якою цей документ складений;
- 2) простий і нічим не обумовлений наказ сплатити певну суму грошей;
- 3) найменування того, хто повинен платити (платника);
- 4) зазначення терміну платежу;
- 5) зазначення місця, в якому повинен бути здійснений платіж;
- 6) найменування того, кому або за наказом кого має бути здійснений платіж;
- 7) зазначення дати й місця складання векселя;
- 8) підпис того, хто видав вексель (векселедавця).

Відмінність тексту простого векселя від переказного полягає в тому, що: по-перше, пункт 2 простого векселя містить просту і нічим не обумовлену обіцянку сплатити певну суму (а не пропозиція сплатити цю суму, як у переказному векселі); по-друге,

у простого векселя в тексті немає пункту 3, оскільки в разі видачі простого векселя платником є векселедавець.

Що таке товарні та фінансові векселі. Залежно від того, для обслуговування яких операцій випускаються векселі, їх можна поділити на товарні та фінансові.

Товарний вексель є, по суті, формою комерційного кредиту, який надається одним підприємцем іншому. Уявімо, що в покупця немає готівки для оплати товару. Тоді він за згодою продавця видає вексель на вартість товару й нараховує відсотки за відстрочку платежу, що фіксується єдиною сумою. Отримавши товар, покупець використовує його за призначенням. Продавець товару, одержавши вексель, може зберігати його у себе до настання терміну платежу або продати його банку й отримати грошові кошти, або розплатитися векселем при здійсненні будь-якої комерційної угоди, передавши його за індосаментом. Новий власник векселя своєю чергою також може передати його за індосаментом. Чим вищий кредитний рейтинг векселедавця, платника та чим більше на векселі передавальних написів, тим більший ступінь довіри до такого векселя. У такому вигляді вексель виступає не тільки як знаряддя кредиту, а й засіб платежу — заміник готівки.

Фінансові векселі емітуються банком та іншими фінансово-кредитними інститутами, а іноді й нефінансовими компаніями. По суті, векселедавець при цьому позичає гроші у векселедержателя на певний термін і під певні відсотки.

Що таке фіктивні векселі. Вексельний обіг не виключає можливості появи фіктивних векселів. Механізм їх появи виглядає таким чином. Припустімо, є два підприємці А та Б, кожен з яких відчуває потребу в готівці, але з деяких причин вони не можуть скористатися банківським кредитом. Тоді А й Б виставляють одне на одного прості векселі, наприклад, на суму 100 млн грн з терміном на 4 місяці. За першим векселем А є векселедавцем (платником), Б — векселедержателем. За другим векселем Б є векселедавцем (і платником), А — векселедержателем. Одержавши вексель від Б, А продає його банку № 1 й отримує суму, напри-

клад, 70 млн грн. Своєю чергою Б продає вексель, виданий йому А, іншому банку й теж одержує суму 70 млн грн. У кінці четвертого місяця перед настанням терміну платежу за векселями № 1 і № 2 підприємці А й Б виставляють одне на одного нові векселі, кожен з яких на суму, наприклад, 130 млн грн, і продають їх у банках № 3 і № 4. Отримавши за кожен вексель по 100 млн грн, А та Б погашають раніше виставлені векселі, розміщені в банках № 1 і № 2. За допомогою такої операції підприємці А й Б, по суті, отримують доступ до банківського кредиту.

Які існують особливості випуску векселів. Відповідно до зазначеного вище про переказний і простий вексель в Україні не потрібно спеціального дозволу для випуску векселів. Це дало можливість багатьом українським компаніям залучати грошові кошти населення шляхом емісії векселів. Багато з них обіцяло великі відсотки. Інколи компанії виявлялися нездатними виконати взяті на себе зобов'язання, оскільки це було просто неможливо здійснити. Траплялося й таке, що подібні операції від самого початку мали шахрайський характер і в якийсь момент керівники фірм зникали разом із зібраними грошми.

Як визначити вартість і прибутковість дисконтного векселя. Загальний підхід при визначенні ціни векселя залишається таким же, як і для інших короткострокових цінних паперів (облігацій або сертифікатів). Однак слід пам'ятати, що векселі котируються на основі дисконтної ставки (дисконтної прибутковості).

Дисконтна прибутковість обчислюється за формулою:

$$R_d = \frac{D}{N} \cdot \frac{360}{T}, \quad (4.4)$$

де R_d — дисконтна ставка (прибутковість);

D — величина дисконту (процентного доходу) у грошових одиницях;

N — ціна погашення (номінал) векселя;

T — число днів до погашення векселя;

360 — число днів у фінансовому році.

Якщо відома величина дисконту, то ціна векселя (P) дорівнюватиме:

$$P = N - D.$$

Якщо відома дисконтна ставка, то величину дисконту можна обчислити за формулою:

$$D = N \cdot \frac{R_d \cdot T}{360}. \quad (4.5)$$

Звідси:

$$P = N - N \cdot \frac{R_d \cdot T}{360} = N \left(1 - \frac{R_d \cdot T}{360} \right). \quad (4.6)$$

Дисконтна ставка занижує інвестиційну дохідність векселя, оскільки розрахунок ведеться на базі 360 днів і номіналу векселя, тоді як інвестор витрачає на покупку векселя суму, меншу за номінал. Оскільки інвестору доводиться порівнювати вкладення в покупку векселів з вкладеннями в інші цінні папери, які котируються на основі 365 днів, то в цьому разі ціна векселя може бути обчислена за формулою:

$$P = \frac{N}{1 + \frac{R \cdot T}{365}}. \quad (4.7)$$

Отримана величина називається прибутковістю векселя в облігаційному еквіваленті.

Як визначити вартість і прибутковість процентного векселя. За процентним векселем держатель при оплаті векселя отримує номінал векселя і суму нарахованих відсотків. Сума нарахованих відсотків обчислюється за тією ж формулою, що й сума відсотків за депозитним сертифікатом, тільки розрахунок здійснюється на базі фінансового року, рівного 360 дням:

$$D = N \frac{R_b \cdot T}{360}, \quad (4.8)$$

де D — сума нарахованих відсотків у грошових одиницях;
 N — номінал векселя;
 R_b — процентна ставка за векселем;
 T — число днів з часу нарахування відсотків до оплати векселя.

Відповідно ціна процентного векселя визначається за аналогією до ціни сертифіката на базі фінансового року в 360 днів:

$$P = \frac{N \left(1 + \frac{R_b \cdot T}{360} \right)}{1 + R \cdot \frac{T}{360}}, \quad (4.9)$$

де R — необхідна норма прибутку за цим видом цінних паперів.

Ринковий курс боргових зобов'язань на вторинному ринку залежить від рівня прибутковості цінних паперів, строк дії яких дорівнює строку, що залишається до погашення цінного паперу, який продається. Дохід покупця векселя має бути не нижче доходу, отриманого за цей період за іншими цінними паперами.

Що таке конвертовані цінні папери

Конвертовані цінні папери — це цінні папери з фіксованим доходом, які можна обміняти на певну кількість акцій компанії-емітента. Їх випускають у вигляді привілейованих акцій або облігацій. Інвестори вдаються до покупки таких паперів не тому, що останні мають високу прибутковість, а тому, що можуть мати високий потенціал зростання прибутковості в разі обміну їх на звичайні акції. Різниця між облігаціями і привілейованими акціями лише в тім, що за облігаціями виплачується процентний дохід, а за акціями — дивіденд. По суті, ті й ті являють собою форму майбутнього акціонерного капіталу. Тому ці види цінних паперів оцінюються практично однаково.

Оскільки конвертовані папери можуть бути обміняні на звичайні акції компанії-емітента, то в міру зростання курсу звичайних акцій, курс перших теж зростає. Тому інвестори, які купують

конвертовані папери, грають на якісних параметрах звичайних акцій.

Тримач конвертованих облигацій може обміняти облигації на акції в будь-який час. Проте частіше за все емітент змушує держателя здійснювати конвертацію. Справа в тім, що багато випусків конвертованих паперів є відкличними. І щоб прискорити конвертацію, емітент оголошує про відкличання облигацій. У такому разі в інвестора є дві можливості: або погасити облигацію за відкличною ціною (зазвичай номінал плюс 1 % від номіналу плюс накопичений купонний дохід), або обміняти на звичайні акції. Якщо на час відкличання облигацій ринкова вартість пакета звичайних акцій, на який обмінюється облигація, перевищує відкличну вартість облигації, то інвестор прагнучиме конвертувати останню. Після завершення конвертації замість конвертованих облигацій (або конвертованих привілейованих акцій) з'явиться новий випуск звичайних акцій.

Що таке коефіцієнт конверсії. Найважливішою властивістю конвертованості цінного паперу є конверсійний привілей — особливі умови, які характеризують час і курс обміну (або коефіцієнт конверсії). Зазвичай умовами емісії встановлюється початковий період, або період очікування, протягом якого інвестор не може обміняти цінні папери. Здебільшого він становить від 6 місяців до 2 років. За ним розпочинається період, під час якого інвестор має право обмінювати конвертовані папери. Він може тривати аж до погашення облигацій або ж бути обмежений емітентом певною кількістю років на строк менший, ніж термін погашення.

Наприклад, конвертовані облигації випущено терміном на 10 років. Конверсійний період починається з початку третього й закінчується в кінці п'ятого року. Якщо до кінця п'ятого року облигаційний випуск залишився неконвертованим, то облигації втрачають конверсійний привілей і залишаються неконвертованими до терміну погашення.

Коефіцієнт конверсії визначає кількість звичайних акцій, на яку обмінюється один цінний папір. Конверсійний курс — це

ціна звичайної акції, за якою вона потрапляє до інвестора на час обміну. Наприклад, якщо конвертована облігація номіналом 1000 дол. має коефіцієнт конверсії 40, то вона буде обміняна на 40 звичайних акцій. З цього випливає, що конверсійний курс звичайної акції становить 25 дол. ($1000 : 40$), тобто облігація буде обмінюватися на звичайні акції з розрахунку 25 дол. за акцію.

Які особливості руху курсу конвертованих цінних паперів.

Зміна ринкового курсу конвертованих цінних паперів зазвичай корелює зі зміною курсу звичайних акцій. Проте абсолютна величина зміни курсу конвертованих паперів більша, ніж звичайних акцій, через коефіцієнт конверсії. Наприклад, конвертована облігація номіналом 1000 дол. має коефіцієнт конверсії 40. Якщо курс звичайної акції підвищився з 30 до 33 дол., то ринковий курс конвертованої облігації має зрости з 1200 дол. (30×40) до 1320 дол. (33×40).

Для визначення величини збільшення або зменшення курсу конвертованої облігації потрібно величину зміни курсу звичайної акції помножити на коефіцієнт конверсії.

У тому разі, коли ринкова ціна звичайної акції падає нижче конверсійного курсу, курс конвертованої облігації втрачає зв'язок з курсом звичайної акції. Якщо в наведеному вище прикладі курс акції знизиться до 24 дол. за акцію, то ціна пакета акцій, на який обмінюється облігація номіналом 1000 дол., складе 960 дол. (24×40). У цьому разі курс конвертованої облігації буде формуватися відповідно до курсу облігацій, тобто залежатиме від величини процентної ставки за конвертованою облігацією та від процентних ставок за іншими фінансовими інструментами.

Що таке конверсійна вартість. Конверсійна вартість конвертованої облігації — розрахункова величина, яка дорівнює ринковій вартості пакета звичайних акцій, на який конвертується облігація.

Поряд з поняттям «конверсійна вартість» вживається термін «конверсійний еквівалент».

Конверсійний еквівалент, або конверсійний паритет, — це ціна, за якою мають бути продані звичайні акції, щоб одержати

за них суму, рівну поточному ринковому курсу конвертованого цінного паперу.

Для того щоб розрахувати величину конверсійного паритету, потрібно розділити ринковий курс конвертованого паперу на коефіцієнт конверсії.

Конвертовані папери продаються за ринковою ціною, яка рідко збігається з розрахунковою вартістю. Зазвичай ринкова ціна вища. Різниця між ринковим курсом і конверсійної вартістю називається конверсійною премією.

Якщо, наприклад, конверсійна вартість становить 1200 дол., а ринковий курс 1280 дол., то конверсійна премія складе 80 дол. (1280–1200). У зіставленні з конверсійною вартістю розмір конверсійної премії становитиме 6,7% (80 : 1200). Конверсійна премія існує доти, доки є потенціал зростання курсу звичайних акцій.

Що таке похідні цінні папери, їх види

Похідні цінні папери — це цінні папери «другого порядку», які не створюють будь-яких претензій до емітента, а дають право на придбання певної кількості випущених цінних паперів.

До похідних цінних паперів належать:

- права на підписку;
- ордери, або варанти;
- опціони;
- ф'ючерсні контракти;
- приватизаційні папери.

Що таке права на підписку. Право на підписку (rights) — це привілей власника звичайних акцій, який полягає у праві купити акції нового випуску за встановленим курсом протягом певного часу. Механізм видачі акціонеру права на підписку застосовується лише в тому разі, якщо це право зафіксовано в статуті акціонерного товариства. Справа в тім, що при збільшенні статутного капіталу шляхом випуску нових акцій частка акціонера

може зменшитися. З метою збереження частки власності акціонеру надається першочергове право підписатися на додаткові акції в кількості, пропорційній його частці в акціонерному капіталі. Наприклад, якщо акціонерний капітал збільшується на 20% (1/5 частину), то акціонеру буде надано право купити по одній додатковій акції на кожні 5 наявних у нього акцій.

Зазвичай за місяць до видачі прав на підписку проводиться перепис акціонерів, і права отримує той, на чие ім'я зареєстровані акції в день перепису. Акціонер, який купив акції після дня перепису, прав на придбання додаткових акцій не отримує.

Права на підписку можуть бути:

- з правом передачі іншим особам;
- без права такої передачі.

Якщо права на підписку можуть передаватися іншим особам, то акціонер отримує документ (сертифікат), у якому вказується кількість придбаних акцій та їх ціна. Ціна, за якою продаються нові акції власникам прав, має бути нижчою за ринковий курс акцій, оскільки інакше випуск прав позбавлений сенсу.

Права на підписку мають обмежений термін дії — зазвичай один або два місяці. Якщо протягом цього терміну права нереалізовані, вони втрачаються.

Якщо права на підписку випущені без права передачі іншим особам, реалізувати їх може тільки сам акціонер. У разі небажання останнього купувати нові акції, його права не будуть реалізовані взагалі.

Як визначається вартість прав на підписку. Ціна прав на підписку залежить від різниці ринкової ціни акції і ціни, за якою купуються акції при реалізації прав. Наприклад, право дає можливість придбати звичайну акцію за ціною 22 дол. за одиницю. Ринкова ціна акції становить 25,5 дол. за одиницю. Різниця становить 3,5 дол., яка й буде верхньою межею ціни права. Покупець погодиться заплатити суму, яка разом з витратами на здійснення угоди не перевищила б 3,5 дол. Проте якщо до закінчення терміну реалізації прав залишається ще деякий час і при цьому очікується підвищення ринкового курсу акцій, то ціна прав може під-

вищитися. У такому разі вона буде зорієнтована на очікуваний ринковий курс акції. Якщо в наведеному вище прикладі прогнозується зростання ринкової ціни до 26 дол. за акцію, то граничною ціною права буде ціна в розмірі 4 дол.

Іноді для покупки однієї акції нового випуску потрібно не одне право, а кілька. У цьому разі ціна права зменшується пропорційно. Якщо різниця ринкової ціни акції і ціни, за якою вони купуються при реалізації прав складає 3,5 дол., а для покупки однієї акції потрібно пред'явити 5 прав, то ціна права становитиме 0,7 дол. (3,5 / 5).

Ціну права можна обчислити за формулою:

$$P_r = \frac{P_m - P_e}{N_r}, \quad (4.10)$$

де P_r — ціна права;

P_m — ринковий курс акції минулого (старого) випуску;

P_e — ціна акції нового випуску, що купується за правом на підписку (підписана ціна, або ціна виконання);

N_r — кількість прав, необхідна для придбання однієї акції нового випуску.

Оскільки підписана ціна акції плюс ціна прав приблизно дорівнюють ринковому курсу акції, то можливості використовувати права як інвестиційний або спекулятивний інструмент є незначними. Акціонери, які не збираються купувати акції, просто пропонують свої права для продажу. Зазвичай права купуються з метою скорочення комісійних витрат, які сплачуються при покупці нових акцій.

Іноді особливі права при здійсненні нового випуску акцій отримують посадові особи акціонерного товариства. Ці права зазвичай полягають у можливості їх власників придбати певну кількість акцій за пільговою ціною (нижче емісійної). Особливі права можуть бути реалізовані лише їх набувачем і не можуть бути передані іншим особам. Такі права часто називають опціонами. Кількість виданих опціонів обов'язково зазначається в проспекті емісії.

Що таке варант. *Варант, або ордер*, — це цінний папір, який дає право придбати акцію нового випуску. Від права на підписку варант відрізняється тим, що має значно довший термін дії (до 5, 10 або навіть 20 років, а деякі варанти є безстроковими). Права на підписку надаються власникам звичайних акцій, тоді як ордери отримують власники привілейованих акцій та облігацій. Привілейовані акції та облігації з ордерами випускаються з метою підвищення привабливості емітованих цінних паперів.

Варанти можуть бути видані покупцям привілейованих акцій та облігацій на час випуску або через деякий час після нього. Зазвичай ордери випускаються з правом передачі іншій особі, тобто вони самі стають цінними паперами і можуть продаватися та купуватися.

Ціна варанта, як і ціна права, визначається різницею між ринковою ціною акції та ціною її придбання за варантом. Наприклад, варант дає можливість придбати акцію за ціною 20 дол. за штуку. Ця ціна називається курсом (або ціною) виконання. Ринкова ціна акції — 23,2 дол. Отже, «прихована вартість» варанта, або ціна варанта, складає 3,2 дол. Проте не обов'язково ринкова ціна варанта встановиться саме на рівні 3,2 дол. Вона залежатиме від терміну дії останнього. Якщо до кінця терміну дії варанта залишається кілька днів, то його ринкова ціна, ймовірно, за все, не перевищуватиме 3,2 дол. Якщо ж термін реалізації варанта закінчується через кілька місяців, його курс може стати суттєво вищим через очікування можливого підвищення курсу акцій. Навіть якщо ринкова ціна акції впаде нижче 20 дол. за акцію, то і в цьому разі знайдуться ті, хто схоче придбати варант за мінімальною ціною (скажімо, 1 дол.), сподіваючись на підвищення курсу акцій у майбутньому, але до закінчення терміну дії варанта. Якщо курс акцій підвищиться, то покупець не лише поверне витрачені кошти, а й отримає додатковий прибуток.

Ціна варанта, як і ціна права, обчислюється за формулою:

$$P_w = \frac{P_m - P_e}{N}. \quad (4.11)$$

Ця формула дає змогу визначити лише орієнтовну, розрахункову ринкову ціну. Насправді ринковий курс варанта зазвичай перевищує його розрахункову ціну. Навіть варанти, які мають від'ємну розрахункову вартість, знаходять покупців. У попередньому прикладі, де розрахункова ціна становить 3,2 дол., варант може бути проданий, скажімо, за 7 дол.

Перевищення ринкового курсу варанта над його розрахунковою вартістю називається премією на варант. Чим довший термін дії варанта і чим більші коливання курсу акцій, тим вищий розмір премії на варант. Останній може становити 20–30 % і навіть більше від розрахункової ціни варанта.

Що таке опціон. На відміну від прав на підписку та варантів, які дають право на придбання паперів нової емісії, поява опціонів пов'язана з вторинним ринком цінних паперів. Опціони використовуються при здійсненні операцій з акціями, борговими інструментами, фондовими індексами, іноземною валютою, товарними й фінансовими ф'ючерсними контрактами. Термін дії опціонів у середньому становить від 1 до 8 місяців, а іноді доходить до одного року.

Учасник угоди, який продає (або випишує) опціон, називається постачальником (продавцем, андерайтером, або мейкером). Постачальник опціону зберігає свої зобов'язання протягом всього терміну дії останнього. Саме мейкер зобов'язаний поставити або купувати фінансові активи, на які укладено угоду. Держатель опціону має право (не зобов'язання) купити або продати зазначені в опціоні цінні папери. Опціони випускаються на пред'явника, тому його власник може перепродати опціон іншій особі. Таким чином опціони стають цінними паперами і продаються на відкритому ринку подібно до інших цінних паперів.

Існують два *типи опціонів*:

- на купівлю (опціон «кол» /call);
- на продаж (опціон «пут» / put).

Опціон на купівлю дає власникові право купити певну кількість цінних паперів за визначеним курсом протягом певного періоду.

Опціон на продаж дає держателю можливість продати цінні папери за встановленим курсом у певний період часу.

До початку 70-х років ХХ ст. ринок опціонів у США був незначним. Торгівля ними здійснювалася на позабіржовому ринку. Інвестор, який бажав придбати опціон, звертався до свого брокера. Брокер зв'язувався з дилером по опціонах, а той своєю чергою з особою, яка виписувала опціон. Якщо держатель опціону бажав використати його, то андерайтер мав виконати опціон. Вторинний же ринок опціонів був відсутній. Ситуація змінилася, коли було створено 26 квітня 1973 р. Чиказьку біржу опціонів, після чого почала розвиватися торгівля опціонами на акції на біржовому ринку.

Опціони, подібно до акцій, мають проходити процедуру лістингу, щоб можна було здійснювати операції з ними. Спочатку на Чиказькій біржі опціонів відбувалася торгівля опціонами на акції 16 компаній. Сьогодні на 5 американських біржах продаються опціони приблизно на 700 видів акцій. На біржах, які здійснюють торгівлю опціонами, були створені спеціальні розрахункові палати. Вони усунули прямі зв'язки між продавцями й покупцями, що сприяло розвитку вторинного ринку опціонів.

На сьогодні крім опціонів на акції широкого поширення набули валютні, процентні, індексні опціони й опціони на ф'ючерсні контракти.

Основні параметри опціонів:

- 1) ціна виконання опціону;
- 2) строк дії опціону;
- 3) ціна покупки (вартість) опціону.

Ціна виконання опціону (strike) — це ціна, за якою акція може бути куплена в андерайтера (для опціону «кол») або продана йому (для опціону «пут»). Для позабіржових опціонів не існує обмежень на ціну виконання. Для біржових опціонів, наприклад у США, для акцій, ціна яких нижче 25 дол., ціна виконання завжди встановлюється як кратне 2,5 дол. Тобто ціна виконання може бути, наприклад, 15; 17,5; 20; 22,5; 25 дол. Для акцій, які продаються за цінами від 25 до 200 дол., ціна виконання має бути

кратною 5. І для акцій, ціна яких перевищує 200 дол., курс виконання опціону має бути кратним 10 дол.

Дата закінчення дії опціону визначає тривалість періоду, протягом якого зберігаються умови договору між власником опціону та андерайтером. Позабіржові опціони можуть мати будь-яку дату закінчення терміну, біржові — завжди одну й ту ж. Наприклад, у США дата закінчення всіх опціонів одна і та сама — субота, що йде за третьою п'ятницею кожного місяця, в якому закінчується термін дії опціону.

Для всіх біржових опціонів у США встановлено три цикли закінчення термінів. Наприклад, опціони, які випускаються в січні, мають терміни закінчення у квітні, липні й жовтні; опціони, які випускаються в лютому, — у травні, серпні та листопаді тощо.

Щодо терміну виконання опціону, то він залежить від типу останнього. Опціон «американського» типу може бути виконаний у будь-який день протягом терміну дії опціону, «європейського» — тільки в останній день закінчення його терміну дії.

Вартість опціону — це різниця між ринковою ціною акції і ціною виконання опціону. Вартість опціону визначає суму грошей або виграш, який отримав би власник, якби реалізував опціон на цей час.

Вартість опціону на покупку визначається таким чином:

$$V = (P_m - P_s) \cdot Q, \quad (4.12)$$

де V — вартість опціону;

P_m — ринковий курс акції;

P_s — ціна виконання опціону (strike);

Q — кількість акцій в опціоні (зазвичай $Q = 100$).

Опціон на покупку має вартість, якщо ринкова ціна акції вища за ціну виконання за опціоном. Наприклад, якщо акція продається за 35 дол., а курс виконання складає 32 дол., то вартість опціону — 3 дол. за акцію або 300 дол. за сто акцій. Отже, опціон має реальну цінність.

Опціон на продаж (опціон «пут»), навпаки, має вартість, коли ринковий курс акції нижчий за ціну виконання. Формула для обчислення вартості опціону на продаж має такий вигляд:

$$V = (P_s - P_m) \cdot Q. \quad (4.13)$$

Якщо ціна виконання опціону на покупку вище ринкового курсу акцій або ціна виконання опціону на продаж нижча за ринковий курс, то такі опціони не мають позитивної величини вартості. Це опціони без реальної цінності. Ринкова ціна таких опціонів складається виключно з інвестиційної премії.

Термін дії опціону може бути досить тривалим, тому опціони майже завжди продаються за цінами вище їх вартості. Ціна, за якою продаються опціони, або ринкова ціна, називається котирувальною.

Різниця між котирувальною (ринковою) ціною і вартістю опціону відображає величину надлишкової вартості, яка міститься в котирувальній ціні опціону.

Відношення надлишкової вартості опціону до вартості опціону називається інвестиційною премією й обчислюється за формулою:

$$IP = \frac{OP - V}{V}, \quad (4.14)$$

де IP — інвестиційна премія;

OP — котирувальна ціна;

V — вартість опціону.

Інвестиційна премія вища для опціонів, які мають більш тривалий термін дії, та акцій з широкою амплітудою коливань ринкового курсу.

Яким чином можна використовувати опціони. Найрозповсюдженіший спосіб використання опціонів — їх покупка з метою отримання прибутку. Припустімо, що, за прогнозами інвестора, ринкова ціна акцій у наступні шість місяців зростатиме. Інвестор може купити їх за поточним курсом і продати пізніше, після зростання курсу. Проте замість акцій інвестор

може купити опціон, якщо очікує, що зможе отримати більш високу норму прибутку завдяки «ефекту важеля», який той забезпечує.

Для отримання прибутку інвестори й спекулянти можуть використовувати не лише опціони на покупку («кол»), а й опціони на продаж («пут»). Останні використовуються в тому разі, коли очікується падіння курсу цінних паперів. Якщо ринковий курс акцій зростає вище ціни виконання опціону (страйк), то інвестор втратить суму, витрачену на опціон, але виграє від зростання курсу акцій. Загалом можливі втрати інвестора обмежуються вартістю опціону «пут», водночас розмір можливого прибутку не має обмежень й залежатиме від зміни курсу акцій: чим нижче він впаде, тим більший виграш інвестора.

Проаналізуємо використання опціону з боку андерайтера. Коли продавець підписує умови опціонного контракту, то очікує, що зміни курсової вартості активу відбуватимуться не в тій мірі, як припускають інвестори. А саме: андерайтер вважає, що курс акцій зростає, але меншою мірою, ніж розраховує на це покупець опціону «кол», і не знижуватиметься настільки, наскільки передбачає власник опціону «пут». Як свідчить досвід, очікування продавців опціонів справджуються частіше, ніж надії покупців опціонів.

Випуск опціонів є однією з форм інвестування в цінні папери, яка може забезпечити як отримання доходу, так і завдати збитків. Одним із способів є продаж опціонів без покриття. Такий опціон випускається на цінні папери, яких немає у продавця. Завдяки продажу такого опціону андерайтер отримує опціонну премію (ринкову ціну опціону) і сподівається на те, що ринковий курс опціону змінюватиметься на його користь.

Для постачальника опціону величина прибутку не може бути вищою за опціонну премію, але величина втрат може бути дуже високою в разі різкої зміни ціни акцій. Отже, продаж опціону без покриття є ризикованою операцією. Менш ризикованим є продаж опціону з покриттям, тобто опціону на акції, які є в наявності у постачальника опціону.

Що таке ф'ючерсні контракти. Укладання угоди на строк означає, що виконання продавцем і покупцем своїх зобов'язань здійснюватиметься в певний період у майбутньому. У цьому разі продавець зберігає свої зобов'язання до часу виконання угоди, а покупець має можливість або отримати куплений товар у день виконання угоди, або продати наявний у нього контракт іншій особі. Отже, сама угода на строк створює можливості для виникнення похідного паперу. Якщо угода не пов'яже продавця з конкретним покупцем, то для останнього створюється можливість передати свої зобов'язання щодо прийняття купленого товару іншій особі. Таким чином, контракт, укладений між продавцем і покупцем на поставку певної кількості товару за обумовленою ціною у встановлений термін, сам стає об'єктом купівлі-продажу й перетворюється на цінний папір — ф'ючерсний контракт.

Такі контракти виникають не з будь-якими цінними паперами та не з усіма фондовими інструментами. Аби ф'ючерсний контракт став цінним папером, необхідно, щоб в його основі лежали високоліквідні цінні папери або інший ліквідний товар чи фінансовий інструмент, який цікавив би багатьох учасників фондового ринку. Лише в цьому разі інвестор зможе купити або продати ф'ючерсний контракт.

У чому полягає відмінність між ф'ючерсними та форвардними угодами. Відмінність ф'ючерсного контракту від форвардної угоди (угоди на строк, яка укладається на позабіржовому ринку) полягає в такому.

1. У форвардній угоді кількість цінних паперів визначається домовленістю між продавцем і покупцем, у той час як у ф'ючерсному контракті кількість цінних паперів є чітко визначеною.
2. Термін виконання форвардної угоди визначається за згодою між продавцем і покупцем. У ф'ючерсному контракті термін виконання є заздалегідь зафіксованою величиною (всі контракти виконуються в певний день відповідного місяця — місяця поставки).
3. Курс цінних паперів при укладанні форвардної угоди встановлюється приватно між продавцем і покупцем, тоді як ціна

ф'ючерсного контракту визначається на відкритому аукціонному торзі на біржі.

4. Розрахунки за форвардною угодою здійснюються після закінчення терміну угоди. За ф'ючерсними контрактами у кінці кожного біржового дня з гарантійного внеску сторони, що програла, списується сума програшу і переводиться на рахунок іншої сторони.

Які особливості організації ф'ючерсних контрактів. Ф'ючерсні контракти можуть укладатися не лише на цінні папери, а й на біржові товари виробничого чи споживчого призначення, іноземну валюту, фондові індекси. Наприклад, на 13 північноамериканських біржах (12 — США й 1 — канадська) ведеться торгівля 27 товарними ф'ючерсами (пшениця, жито, ячмінь, овес, рис, соя, кукурудза, сира нафта, бензин, мазут, золото, срібло, платина, мідь тощо), 7 іноземними валютами, державними облігаціями та 4 фондовими індексами.

Торгівля фінансовими й товарними ф'ючерсами нічим не відрізняється. Будь-який учасник може купити або продати ф'ючерс із будь-яким терміном поставки. Статистика свідчить, що менше 1 % всіх ф'ючерсних контрактів завершується поставкою, яка лежить в основі угоди активу. Інші угоди (практично всі) завершуються заліком до часу закінчення контракту. Це здійснюється через укладання протилежної (компенсаційної) угоди. Суть її в тому, що продавець контракту, який має поставити актив, отримує такий же контракт на покупку, а покупець — контракт на продаж відповідного активу.

Угоди з ф'ючерсними контрактами здійснюються з унесенням обов'язкового гарантійного внеску обома сторонами. Внесок, який називають обов'язковим депозитом, або маржею, є способом гарантування виконання контракту. Розмір його коливається від 2 до 10 % суми контракту й складає значно меншу величину, ніж при угодах з акціями та іншими цінними паперами. Внесок призначений для відшкодування втрати вартості контракту, яка може відбутися в результаті зміни ринкової ціни активу. Розмір внеску залежить від виду активу, на який укладається контракт.

Клієнт вносить брокеру початковий гарантійний внесок. Це дає підставу останньому купити або продати відповідний контракт. Надалі вартість останнього може зростати або знижуватись залежно від зміни ціни активу. У зв'язку з цим щодня в кінці кожної торгової сесії здійснюється перерахунок між продавцем і покупцем ф'ючерсного контракту.

Наприклад, укладено угоду на купівлю-продаж ф'ючерсного контракту на деякий товар. Термін дії контракту — 4 місяці. На час укладення угоди ціна контракту склала 50 000 дол. Обидві сторони внесли гарантійні внески в розмірі 3000 дол. За результатами біржової сесії другого біржового дня вартість контракту склала 50 050 дол. Як наслідок, з депозитного рахунку продавця буде списано 50 дол. і переведено на рахунок покупця, тобто на рахунку продавця лежатиме 2950 дол., а на рахунку покупця 3050 дол. Таке коригування рахунків проводитиметься в кінці кожного біржового дня. Припустімо, що після закінчення 4 місяців вартість контракту досягла 53 000 дол. Отже, втрати в розмірі 3000 дол. поніс продавець контракту — на його депозитному рахунку не залишилося грошей.

На практиці зазвичай передбачається внесення на рахунок додаткових внесків, коли залишок досягає певного мінімального значення. Це так званий підтримуваний внесок, розмір якого становить приблизно три чверті від рівня початкового внеску. Підтримуваний внесок має зберігатися протягом усього терміну дії контракту. Такі додаткові внески можуть вноситися неодноразово. Якщо ж клієнт на вимогу брокера відмовляється внести додаткову суму, то перший може закрити позицію клієнта. Закриття довгої позиції (контракт на покупку паперів) здійснюється шляхом продажу контракту. Коротка позиція (зобов'язання продажу паперів) закривається шляхом покупки аналогічного контракту.

Припустімо, що в наведеному вище прикладі вартість активу контракту зросла до 52 500 дол. Таким чином, продавець втрачає 2500 дол. Ця сума буде списана з його рахунку і переведена на рахунок покупця. На рахунку останнього опиниться сума

5 500 дол., а на рахунку продавця залишиться 500 дол. Однак мінімальна сума (величина підтримуваного внеску) становить 1500 дол., тож продавцю потрібно внести на рахунок ще 1000 дол. Якщо клієнт відмовляється це зробити, брокер примусово закриває позицію клієнта: здійснює ніби покупку контракту за ціною 52 500 дол. Оскільки продавець зобов'язаний продати актив за ціною 50 000 дол., то, щоб закрити позицію (виконати контракт), він має купити актив за ціною 52 500 дол.

Через те, що ціни активів можуть коливатися у значних межах, біржі зазвичай встановлюють максимальний розмір зміни ціни як протягом біржового дня, так і від одного біржового дня до іншого.

Як визначити прибутковість ф'ючерсного контракту. Інвестиційна прибутковість ф'ючерсного контракту визначається як відношення доходу від контракту до вкладеної в нього суми грошей. Тобто вартість активу контракту не впливає на величину прибутковості останнього. Оскільки при угодах з ф'ючерсними контрактами витрати сторін обмежуються розміром обов'язкового депозиту, то прибутковість вкладеного капіталу (за період володіння активом) можна обчислити за формулою:

$$IR = \frac{P_s - P_b}{MD}, \quad (4.15)$$

де IR — інвестиційна прибутковість;

P_s — ціна продажу;

P_b — ціна покупки;

MD — обов'язковий депозит (Margin Deposit).

Операції з товарними ф'ючерсними контрактами можуть бути використані як для спекуляції, так і для хеджування.

Ф'ючерсні контракти на іноземну валюту, цінні папери та фондові індекси належать до фінансових ф'ючерсів. Ринок фінансових ф'ючерсів почав формуватися в 70-х роках ХХ ст. У 1972 р. з'явилися ф'ючерсні контракти на іноземну валюту. Саме тоді почали сильно коливатися курси валют і ставка відсотка, тож учасникам ринку необхідно було знайти спосіб страху-

вання від втрат, викликаних цим явищем. Спекулянти ж почали використовувати ф'ючерсні контракти для отримання прибутку.

У жовтні 1975 р. у США був укладений перший ф'ючерсний контракт на боргові цінні папери, а в 1982 р. з'явилися перші ф'ючерсні контракти на фондові індекси.

Ф'ючерси на іноземну валюту дають покупцеві можливість вимагати від продавця продати певну кількість іноземної валюти. Власники (покупці) контрактів на боргові цінні папери або акції можуть встановлювати певну кількість паперів. Щодо ф'ючерсів на індекси, то продавець не зобов'язаний поставляти папери, це здійснюється грошовими засобами (адже в основі активу лежать саме грошові кошти).

ТЕМА 5

ЕМІСІЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

З яких етапів складається процедура емісії цінних паперів

Процедура емісії цінних паперів — це послідовність дій емітента щодо випуску та розміщення цінних паперів. Порядок випуску емісійних цінних паперів (акцій, облігацій, опціонів емітента) передбачає:

- прийняття емітентом рішення про розміщення цінних паперів;
- затвердження рішення про випуск (додатковий випуск) цінних паперів;
- державну реєстрацію випуску цінних паперів;
- розміщення цінних паперів;
- державну реєстрацію звіту про підсумки випуску цінних паперів.

При створенні акціонерного товариства або реорганізації юридичних осіб, яка здійснюється у формі злиття, поділу, виділення і перетворення, розміщення цінних паперів відбувається до здійснення державної реєстрації їх випуску, а остання виконується одночасно з державною реєстрацією звіту про підсумки випуску цінних паперів. У разі розміщення цінних паперів шляхом відкритої або закритої підписки серед кола осіб, число яких перевищує 500, державна реєстрація випуску цінних паперів супроводжується реєстрацією їх проспекту. У цьому разі кожен етап процедури емісії цінних паперів супроводжується розкриттям інформації в порядку, передбаченому нормативними актами, що здійснюють регулювання ринку цінних паперів.

Якщо випуск цінних паперів здійснюється в документарній формі, то процедура емісії доповнюється виготовленням сертифікатів цінних паперів.

Які особливості прийняття рішення про розміщення цінних паперів.

Які особливості рішення про розміщення акцій. При створенні акціонерного товариства рішенням про розміщення цінних паперів (акцій) є рішення про заснування акціонерного товариства. У цьому разі розподіл акцій серед засновників акціонерного товариства — зарахування акцій на особові рахунки в реєстрі власників іменних цінних паперів — здійснюється в день державної реєстрації акціонерного товариства, до державної реєстрації їх випуску.

Діюче акціонерне товариство може прийняти рішення про збільшення статутного капіталу шляхом розміщення додаткових акцій, що розподіляються серед акціонерів. Цим рішенням повинні бути визначені кількість розмішуваних звичайних і привілейованих акцій кожного типу, спосіб розміщення додаткових акцій (тобто їх розподіл серед акціонерів) та інші умови розміщення акцій, включаючи дату розподілу додаткових акцій, майно (власні кошти), за рахунок якого (яких) здійснюється збільшення статутного капіталу. У тому разі, якщо збільшення статутного капіталу акціонерного товариства здійснюється за рахунок нерозподіленого прибутку минулих років, це має зазначатися в рішенні про розміщення додаткових акцій.

Акціонерне товариство може прийняти рішення про збільшення статутного капіталу акціонерного товариства шляхом збільшення номінальної вартості акцій. Таким рішенням повинні бути визначені категорії (типи) акцій, номінальна вартість яких збільшується, номінальна вартість акцій кожної такої категорії (типу) після збільшення, спосіб розміщення акцій, тобто конвертація акцій в акції тієї ж категорії (типу) з більшою номінальною вартістю, та інші умови конвертації, включаючи дату останньої, майно (власні кошти), за рахунок якого (яких) здійснюється збільшення статутного капіталу акціонерного товариства. Якщо

збільшення статутного капіталу акціонерного товариства здійснюється за рахунок нерозподіленого прибутку минулих років, то відомості про це повинні міститися в прийнятому рішенні про збільшення статутного капіталу.

Рішенням про розміщення акцій способом конвертації в акції тієї ж категорії (типу) з меншою номінальною вартістю, є рішення про зменшення статутного капіталу акціонерного товариства шляхом зменшення номінальної вартості акцій. Таким рішенням повинні бути визначені категорії (типи) акцій, номінальна вартість яких зменшується, номінальна вартість акції після зменшення, спосіб розміщення акцій, тобто конвертація акцій в акції з меншою номінальною вартістю, та інші умови розміщення акцій, включаючи дату конвертації або порядок її визначення.

Рішенням про розміщення акцій шляхом конвертації двох і більше акцій в одну акцію тієї ж категорії (типу), є рішення про консолідацію акцій. Таким рішенням повинні бути визначені: кількість акцій кожної категорії (типу), які консолідуються в одну акцію (коефіцієнт консолідації), спосіб розміщення акцій (конвертація при консолідації) та інші умови конвертації акцій, включаючи дату конвертації або порядок її визначення. У цьому разі коефіцієнт консолідації має бути виражений цілим числом.

Рішенням про розміщення акцій способом конвертації однієї акції у дві й більше акцій (конвертація при дробленні акцій), є рішення про дроблення акцій. Таким рішенням повинні бути визначені: кількість акцій, у які конвертується одна акція (коефіцієнт дроблення), спосіб розміщення акції (конвертація при дробленні) та інші умови конвертації, включаючи дату останньої або порядок її визначення. Коефіцієнт дроблення має бути виражений цілим числом.

Акціонерне товариство може прийняти рішення про збільшення статутного капіталу за рахунок розміщення додаткових акцій, розповсюджуваних шляхом підписки. Таким рішенням повинні бути визначені: кількість розміщуваних додаткових акцій кожного типу, спосіб розміщення (відкрита або закрита

підписка), ціна розміщення додаткових акцій або порядок її визначення, у тому числі ціна розміщення або порядок її визначення особам, які мають переважне право на придбання цінних паперів; форма оплати розміщуваних додаткових акцій та інші умови розміщення акцій. У рішенні про розміщення цінних паперів шляхом закритої підписки має бути визначене коло осіб, серед яких передбачається розміщення зазначених цінних паперів.

Які особливості рішення про розміщення облігацій. Рішенням про розміщення облігацій шляхом підписки (у тому числі конвертованих в акції) мають бути визначені: кількість і номінальна вартість облігацій, порядок і терміни їх погашення, спосіб розміщення облігацій (відкрита або закрита підписка), ціна розміщення облігацій або порядок її визначення та інші умови розміщення облігацій, у тому числі дата їх розміщення, форма, порядок і термін оплати, дохід або порядок визначення доходу за облігаціями. Рішенням про розміщення облігацій, шляхом підписки конвертованих в акції, має бути також визначено кількість додаткових акцій кожної категорії (типу), у яких може бути конвертована кожна облігація, порядок й умови такої конвертації.

Які особливості рішення про розміщення опціонів емітента. Рішенням про розміщення шляхом підписки опціонів емітента повинні бути визначені: кількість розміщуваних опціонів, кількість додаткових акцій кожної категорії, право придбання яких надається кожним опціоном; термін й / або обставини, при настанні яких можуть бути здійснені права власника опціону емітента; ціна придбання зазначених акцій або порядок її визначення (у вигляді формули з перемінними, значення яких не можна змінювати залежно від бажання емітента), порядок і строк здійснення зазначеного права власника опціону емітента, термін і порядок оплати додаткових акцій власником опціону, спосіб розміщення опціонів емітента (відкрита або закрита підписка), ціна розміщення опціонів емітента або порядок її визначення та інші умови розміщення.

Яка процедура затвердження рішення про випуск цінних паперів, його зміст. Рішення про новий або додатковий випуск цінних паперів затверджується на підставі рішення про їх розміщення. Рішення про випуск цінних паперів господарського товариства затверджується радою директорів (наглядовою радою) або органом, який здійснює функції ради директорів (наглядової ради) цього господарського товариства. Рішення про випуск цінних паперів юридичних осіб інших організаційно-правових форм затверджується вищим органом управління. Рішення про випуск цінних паперів має бути затверджено не пізніше шести місяців з часу прийняття рішення про їх розміщення.

Згідно з чинним законодавством, рішення про випуск цінних паперів має містити таке:

- повне найменування емітента, його місцезнаходження та поштову адресу;
- дату прийняття рішення про розміщення цінних паперів;
- найменування уповноваженого органу емітента, який прийняв рішення про розміщення цінних паперів;
- дату затвердження рішення про випуск цінних паперів;
- найменування уповноваженого органу емітента, який затвердив рішення про випуск цінних паперів;
- вид, категорію (тип) цінних паперів;
- права власника, закріплені цінним папером;
- умови розміщення цінних паперів;
- зазначення кількості цінних паперів у цьому випуску;
- зазначення загальної кількості цінних паперів у цьому випуску, розміщених раніше;
- зазначення, чи є цінні папери іменними або на пред'явника;
- підпис відповідальної особи і печатка емітента;
- інші відомості, передбачені законами про цінні папери.

Якщо випуск цінних паперів здійснюється в документарній формі, то до вирішення додається опис або зразок сертифіката цінного паперу.

Які реквізити мають бути зазначені в сертифікаті цінного паперу. Сертифікат емісійного цінного паперу повинен містити такі обов'язкові реквізити:

- повне найменування емітента, місце його знаходження та поштову адресу;
- вид, категорію (тип) емісійних цінних паперів;
- права власника, закріплені емісійним цінним папером;
- умови виконання зобов'язань особою, яка надала забезпечення, і відомості про цю особу в разі випуску облігацій із забезпеченням;
- зазначення кількості емісійних цінних паперів, засвідчених цим сертифікатом;
- зазначення загальної кількості емісійних цінних паперів у цьому випуску емісійних цінних паперів;
- зазначення, чи підлягають емісійні цінні папери обов'язковому централізованому зберіганню; якщо підлягають, — найменування депозитарію, який здійснює їх централізоване зберігання;
- зазначення, що емісійні цінні папери є емісійними цінними паперами на пред'явника;
- підпис особи, яка здійснює функції виконавчого органу емітента, і печатку емітента;

У рішенні про випуск іменних облігацій або документарних облігацій з обов'язковим централізованим зберіганням повинна бути також вказана дата, на яку складається список власників облігацій. Ця дата не може бути раніше за 14 днів до настання терміну виконання зобов'язань за облігаціями.

У разі розміщення цінних паперів шляхом відкритої або закритої підписки серед осіб, число яких перевищує 500, на державну реєстрацію випуску цінних паперів подається також проспект емісії цінних паперів.

Що таке проспект емісії цінних паперів, його зміст. Проспект емісії цінних паперів повинен містити певні дані про емітента цінних паперів, що випускаються. Перш за все у ньому має бути зазначено короткі відомості про осіб, які входять до складу

органів управління емітента, дані про банківські рахунки, відомості про аудитора, оцінювача, фінансового консультанта емітента; про цінні папери, що розміщуються, а також обсяги, терміни, порядок й умови розміщення по кожному виду цінних паперів.

У проспекті емісії має бути зазначена основна інформація про фінансово-економічний стан і фінансово-господарську діяльність емітента за п'ять останніх завершених фінансових років або за кожний завершений фінансовий рік, якщо емітент здійснює свою діяльність менше п'яти років, та за останній завершений звітний період, а саме: про ринкову капіталізацію емітента та його зобов'язання; цілі емісії та напрями використання коштів, отриманих у результаті розміщення цінних паперів; ризики інвесторів, що виникають у зв'язку придбанням розміщених цінних паперів.

У проспекті емісії цінних паперів має бути наведена річна бухгалтерська звітність емітента за три останні завершені фінансові роки або за кожний завершений фінансовий рік, якщо емітент здійснює свою діяльність менше трьох років, до якої додається висновок аудитора; квартальна бухгалтерська звітність емітента за останній завершений звітний квартал; зведена бухгалтерська звітність емітента за три останні завершені фінансові роки або за кожний завершений фінансовий рік, якщо емітент здійснює свою діяльність менше трьох років.

Проспект емісії цінних паперів має містити детальну інформацію про історію створення та розвиток емітента, плани його майбутньої діяльності; участь емітента в промислових, банківських і фінансових групах, холдингах, концернах й асоціаціях; відомості про дочірні та залежні господарські суб'єкти емітента; осіб, які входять до складу органів управління емітента, органів контролю за його фінансово-господарською діяльністю; співробітників (працівників) емітента та учасників (акціонерів) емітента.

У проспекті емісії мають бути наведені докладні відомості стосовно порядку та умов розміщення цінних паперів, а саме про:

- ціну розміщення, наявність переважних чи інших прав на придбання розміщених цінних паперів, будь-які обмеження на придбання та обіг цінних паперів, що розміщуються;
- осіб, що надають послуги з розміщення цінних паперів;
- коло потенційних покупців цінних паперів;
- організаторів торгівлі на ринку цінних паперів, у тому числі про фондові біржі, на яких передбачається розміщення і / або обіг розміщених цінних паперів;
- можливу зміну частки участі акціонерів у статутному капіталі емітента в результаті розміщення цінних паперів;
- витрати, пов'язані з емісією цінних паперів.

В останньому розділі проспекту емісії цінних паперів повинні міститися деякі додаткові відомості про емітента та розміщені ним цінні папери, у тому числі:

- відомості про розмір, структуру статутного капіталу емітента, його зміну за п'ять останніх завершених фінансових років або за кожен завершений фінансовий рік, якщо емітент здійснює свою діяльність менше п'яти років;
- відомості про кожен категорію (тип) акцій емітента із зазначенням прав, наданих акціями їх власникам, номінальної вартості кожної акції, кількості акцій, які перебувають в обігу;
- відомості про попередні випуски цінних паперів емітента, за винятком акцій емітента;
- відомості про оголошені (нараховані) та виплачені дивіденди за акціями емітента, а також доходи за облігаціями емітента за п'ять останніх завершених фінансових років або за кожен завершений фінансовий рік, якщо емітент здійснює свою діяльність менше п'яти років;
- відомості про кредитні рейтинги емітента, їх зміну за п'ять останніх фінансових років або за кожен завершений фінансовий рік, якщо емітент здійснює свою діяльність менше п'яти років;
- відомості про організації, що здійснюють облік прав на цінні папери емітента.

Як здійснюється державна реєстрація випуску цінних паперів. Державна реєстрація випуску цінних паперів здійснюється органом виконавчої влади, який регулює діяльність ринку цінних паперів, або іншим реєстраційним органом, визначеним законом, на підставі заяви емітента. До заяви додаються: рішення про випуск цінних паперів; анкета емітента, складена за затвердженою формою; копія установчих документів емітента; копія документа про державну реєстрації емітента; рішення про випуск цінних паперів; довідка емітента про оплату його статутного капіталу та інші документи, що підтверджують дотримання емітентом вимог законодавства про випуск цінних паперів. У тому разі, якщо державна реєстрація випуску цінних паперів супроводжується реєстрацією проспекту емісії цінних паперів, у реєстраційний орган подається проспект емісії цінних паперів.

Якщо державна реєстрація випуску цінних паперів супроводжується реєстрацією проспекту, підписаного фінансовим консультантом на ринку цінних паперів, то в реєстраційний орган подається меморандум, у якому мають бути зазначені відомості про фінансового консультанта. Якщо з метою підготовки проспекту емісії цінних паперів залучався аудитор й / або оцінювач, то це теж має бути зазначено в цьому документі. Крім того, меморандум має містити інформацію про рейтингове агентство, якщо емітенту та / або його цінним паперам присвоєно кредитний рейтинг рейтинговим агентством.

Якщо державна реєстрація випуску цінних паперів не супроводжується реєстрацією проспекту емісії цінних паперів, до реєстраційного органу подається копія бухгалтерської звітності емітента за останній завершений фінансовий рік і за останній квартал, що передують даті затвердження рішення про випуск цінних паперів.

Якщо ж державна реєстрація випуску цінних паперів супроводжується реєстрацією проспекту, то подаються копії документів (копія публікації в засобах масової інформації, роздрукування сторінки емітента та фінансового консультанта в мережі

«Інтернет» тощо), які підтверджують дотримання емітентом вимог щодо розкриття інформації про випуск цінних паперів.

Документи для державної реєстрації випуску цінних паперів повинні бути надані не пізніше 3 місяців від дати затвердження рішення про їх випуск, а якщо державна реєстрація випуску цінних паперів супроводжується реєстрацією проспекту емісії цінних паперів — не пізніше 1 місяця з дати затвердження проспекту емісії цінних паперів.

Реєстраційний орган зобов'язаний здійснити державну реєстрацію випуску або прийняти вмотивоване рішення про відмову в реєстрації протягом 30 днів від дати отримання документів. У цьому разі реєстраційний орган має право провести перевірку достовірності відомостей, що містяться в документах, поданих для реєстрації. У зв'язку з цим термін реєстрації може бути продовжений, але не більше ніж на 30 днів.

Реєстраційний орган відповідає тільки за повноту інформації, яка міститься в документах, поданих для державної реєстрації випуску цінних паперів.

Як оформляється державна реєстрація випуску. Рішення про випуск цінних паперів складається в трьох примірниках. Під час державної реєстрації на кожному примірнику рішення про випуск цінних паперів робиться відмітка про державну реєстрацію та зазначається державний реєстраційний номер, присвоєний випуску цінних паперів. Один примірник рішення про випуск цінних паперів залишається в реєстраційному органі, а два інших видаються емітенту.

У разі прийняття рішення про реєстрацію випуску цінних паперів реєстраційний орган зобов'язаний протягом 3 днів від дати прийняття відповідного рішення видати емітенту: повідомлення реєстраційного органу про державну реєстрацію випуску цінних паперів; два екземпляри рішення про випуск цінних паперів з відміткою про реєстрацію цього випуску та державним реєстраційним номером випуску цінних паперів; два примірники проспекту емісії цінних паперів з відміткою про його реєстрацію та державним реєстраційним номером випуску цінних паперів

(у разі реєстрації проспекту цінних паперів). У разі прийняття рішення про відмову в державній реєстрації випуску цінних паперів реєстраційний орган зобов'язаний протягом 3 днів від дати прийняття відповідного рішення направити емітенту повідомлення про відмову в державній реєстрації випуску цінних паперів із зазначенням підстави відмови.

Як відбувається розміщення цінних паперів. Емітент має право розпочинати розміщення цінних паперів тільки після державної реєстрації їх випуску (за винятком випадків розміщення акцій при заснуванні акціонерного товариства).

Розміщення акцій при заснуванні акціонерного товариства здійснюється шляхом їх розподілу серед засновників цього товариства, а в разі заснування акціонерного товариства однією особою — шляхом їх придбання єдиним засновником. Розміщення акцій здійснюється в день державної реєстрації акціонерного товариства шляхом зарахування акцій на особові рахунки засновників у реєстрі власників іменних цінних паперів до державної реєстрації їх випуску.

Розподіл додаткових акцій акціонерного товариства серед його акціонерів — зарахування акцій на особові рахунки в реєстрі власників іменних цінних паперів — здійснюється в один день, зазначений у рішенні про їх випуск, протягом одного місяця з дати державної реєстрації додаткового випуску акцій. У цьому разі кожному акціонеру розподіляють акції тієї ж категорії, що й акції, які йому вже належать, пропорційно кількості належних йому акцій.

Розміщення акцій шляхом конвертації при зміні номінальної вартості, при консолідації і дробленні здійснюється в один день, зазначений в рішенні про їх випуск, протягом одного місяця з дати державної реєстрації випуску.

Кількість розміщених цінних паперів не має перевищувати кількість, зазначену в рішенні про випуск. У той же час емітент може розмістити меншу кількість цінних паперів, ніж зазначено в рішенні про випуск цінних паперів. Частка нерозміщених цінних паперів, при якій вважається, що емісія не відбулася, вста-

новлюється органом виконавчої влади, який здійснює регулювання ринку цінних паперів.

Інформація про ціну розміщення цінних паперів може розкриватися в день початку розміщення цінних паперів.

У разі публічного розміщення цінних паперів забороняється віддавати перевагу при придбанні цінних паперів одним потенційним власникам над іншими за винятком таких випадків: емісії державних цінних паперів; при наданні акціонерам переважного права викупу нової емісії цінних паперів у кількості, пропорційній кількості вже належних їм акцій; при введенні емітентом обмежень на придбання цінних паперів нерезидентами.

Ціна розміщення акцій для осіб, які мають переважне право їх придбання, може бути нижчою за ціну розміщення для інших осіб, але не більше ніж на 10 відсотків і в жодному разі не нижче номінальної вартості розміщених акцій. Ціна розміщення облігацій, конвертованих в акції, та опціонів емітента для осіб, які мають переважне право на їх придбання, може бути нижче ціни розміщення для інших осіб, але не більше ніж на 10 відсотків і в жодному разі не нижче номінальної вартості акцій, у які можуть бути конвертовані відповідні облігації та опціони емітента.

Розміщення цінних паперів здійснюється протягом терміну, зазначеного в зареєстрованому рішенні про випуск цінних паперів, який не може перевищувати одного року з дати державної реєстрації випуску цінних паперів.

Які особливості розміщення цінних паперів у разі необхідності їх реєстрації. Розміщення випуску цінних паперів шляхом підписки, державна реєстрація якого супроводжується реєстрацією цінних паперів, не можна починати раніше, ніж через два тижні після публікації повідомлення про державну реєстрацію випуску цінних паперів.

У разі реєстрації проспекту емісії цінних паперів емітент зобов'язаний забезпечити доступ до інформації, що міститься в проспекті емісії цінних паперів, будь-якій зацікавленій у цьому особі незалежно від мети отримання цієї інформації.

У разі відкритої підписки емітент зобов'язаний опублікувати повідомлення про державну реєстрацію випуску цінних паперів і вказати порядок доступу зацікавлених осіб до інформації, що міститься в проспекті емісії цінних паперів, у друкованому органі масової інформації, тираж якого складає не менше 10 тис. примірників. У разі закритої підписки, що супроводжується реєстрацією проспекту емісії цінних паперів, емітент зобов'язаний опублікувати повідомлення про державну реєстрацію випуску цінних паперів і вказати порядок доступу потенційних покупців цінних паперів до інформації, що міститься в проспекті емісії цінних паперів, у друкованому засобі масової інформації, тираж якого складає не менше 1 тис. примірників.

Яка роль посередників у розміщенні цінних паперів. Емітент може займатися поширенням випуску самостійно або ж залучати посередників — професійних учасників фондового ринку. У світовій практиці поширенням великих обсягів випусків зазвичай займається кілька інвестиційних компаній. У цьому разі інвестиційні інститути можуть створювати тимчасові об'єднання (консорціуми або синдикати) для спільної організації випуску одного емітента. Порядок взаємодії інвестиційних інститутів у рамках синдикату визначається їх багатосторонньою угодою між емітентом та однією із компаній, яка є керуючим синдикату.

Інвестиційна компанія (або компанії) за угодою з емітентом може брати участь в організації випуску цінних паперів на різних умовах:

- викупити за свій рахунок весь обсяг випуску цінних паперів з фіксованою ціною з метою їх подальшого перепродажу;
- викупити за свій рахунок частину випуску цінних паперів, не розміщену серед інвесторів протягом обумовленого терміну;
- прийняти на себе зобов'язання з продажу цінних паперів стороннім інвесторам, отримуючи за це комісійну винагороду.

Компанії можуть створювати синдикат на різних умовах. Компанія, що здійснює загальне керівництво організацією та поширенням випуску, є керівником синдикату, або керівним менеджером.

Якщо компанія за свій рахунок викупує весь випуск або його частину, то вона виступає в ролі поручителя-гаранта — андерайтера, якщо ж не вкладає свій капітал — фінансового брокера.

Кожен учасник синдикату отримує певну частку прибутку в спреді залежно від ступеня участі.

Який порядок реєстрації звіту про підсумки випуску цінних паперів. Не пізніше 30 днів після завершення розміщення цінних паперів емітент зобов'язаний подати звіт про підсумки випуску цінних паперів у реєстраційний орган.

Звіт повинен містити таку інформацію:

- дати початку й закінчення розміщення цінних паперів;
- фактичну ціну розміщення цінних паперів;
- загальну кількість розміщених цінних паперів;
- загальний обсяг отриманих коштів за розміщені цінні папери.

У звіті про підсумки випуску для акцій додатково зазначається список власників, що володіють пакетом акцій, розмір якого встановлюється органом виконавчої влади, що здійснює регулювання ринку цінних паперів. Якщо розміщення цінних паперів здійснювалося шляхом підписки, то до реєстраційного органу додатково подаються: документи, що підтверджують розкриття емітентом інформації на кожному етапі процедури емісії цінних паперів згідно з нормативними правовими актами, та низка інших відомостей.

Реєстраційний орган розглядає звіт про підсумки випуску цінних паперів у двотижневий термін і за відсутності порушень, пов'язаних з випуском цінних паперів, реєструє його.

Випуск цінних паперів визнається таким, що не відбувся, а його державна реєстрація анулюється у разі нерозміщення передбаченого рішенням про випуск цінних паперів обсягу. Випуск

цінних паперів може бути припинений або визнаний таким, що не відбувся, при виявленні реєстраційним органом порушень вимог законодавства про цінні папери або наявності в документах, на підставі яких був зареєстрований випуск цінних паперів, недостовірної інформації.

У разі визнання випуску цінних паперів недійсним всі цінні папери цього випуску підлягають поверненню емітенту, а кошти, отримані ним від розміщення випуску цінних паперів, визнаного недійсним, мають бути повернуті власникам.

ТЕМА 6

ФОНДОВА БІРЖА

Що таке біржовий та позабіржовий ринок. Які особливості обігу цінних паперів

Ринок цінних паперів можна структурувати за місцем обігу цінних паперів. У його складі виділяється:

- біржовий (або організований) ринок;
- позабіржовий ринок.

Первинна емісія цінних паперів здійснюється в основному на позабіржовому ринку. Вторинний продаж цінних паперів може відбуватися як на біржовому, так і на позабіржовому ринку.

На біржовому ринку в розвинених країнах реалізується лише частина всіх цінних паперів. Вплив біржового ринку на процеси, які відбуваються на всіх фондових ринках, доволі суттєвий, оскільки саме на біржовому ринку продаються найбільш якісні цінні папери. Ціни й тенденції їх змін, які складаються на організованому ринку, багато в чому визначають рівень і рух курсів цінних паперів у позабіржовому обороті. Крім того, в деяких країнах обсяг угод на біржовому ринку акцій набагато перевищує їх позабіржовий оборот.

Що таке біржі, їх види

Біржа являє собою організаційно оформлений ринок, на якому здійснюються операції з певними видами товарів відповідно до встановлених правил.

Біржовими товарами можуть бути:

- продукція виробничого або споживчого призначення, яка має певні, добре відомі продавцям і покупцям властивості (зерно, кава, какао, цукор, нафта і нафтопродукти, кольорові й дорогоцінні метали);
- цінні папери;
- іноземна валюта.

Залежно від виду товарів існують такі біржі:

- товарні;
- фондові;
- валютні;
- універсальні (на такій біржі продається не один вид цінностей, а кілька).

Особливістю біржової торгівлі є те, що:

- угоди відбуваються завжди в одному й тому ж місці;
- у відведений час — під час проведення біржової сесії;
- за чітко встановленими, обов'язковим для всіх учасників правилами.

Біржа має власну організаційну структуру, формує ефективний механізм укладення та виконання угод з біржовими цінностями та надійну систему контролю за ходом виконання угод.

Які організаційно-правові форми бірж існують у світовій практиці

В основному біржі створюються:

- у формі асоціацій;
- у формі акціонерних товариств (або товариств з обмеженою відповідальністю);
- діють як публічно-правовий (тобто державний) інститут.

У разі організації біржі у формі асоціації або державної установи її засновники не мають на меті одержання прибутку. До складу членів правління бірж можуть входити представники емітентів та інвесторів, а іноді й державних органів.

Держава ухвалює відповідні нормативні акти, які регламентують діяльність бірж і спрямовані на забезпечення повної гласності та прозорості їх діяльності. У деяких країнах законодавство про фондові біржі може обмежувати склад членів біржі за національною приналежністю або за мінімальними розмірами капіталу члена біржі.

Які основні принципи діяльності фондової біржі

Фондова біржа зобов'язана затвердити:

- правила допуску до участі в торгах на фондовій біржі;
- правила проведення торгів на фондовій біржі;
- правила лістингу цінних паперів та (або) правила допуску цінних паперів до торгів без проходження процедури лістингу;
- специфікації ф'ючерсних та опціонних контрактів.

Фондова біржа має постійно контролювати:

- здійснювані на ній угоди;
- дотримання учасниками торгів та емітентами вимог законодавства про цінні папери.

Фондова біржа зобов'язана забезпечувати гласність і публічність проведених торгів шляхом оповіщення учасників про:

- місце і час проведення торгів;
- список і котирування цінних паперів, допущених до торгів на біржі;
- результати торгових сесій;
- надавати іншу інформацію, передбачену законодавством.

Фондова біржа самостійно встановлює розмір і порядок справляння з учасників торгів внесків, зборів та інших платежів за надані нею послуги, а також розмір і порядок стягнення штрафів, які сплачуються при порушенні встановлених правил.

Фондова біржа не має права встановлювати розмір винагороди, яка стягується учасниками торгів зі своїх клієнтів за вчинення біржових угод.

Які цінні папери котируються на фондовій біржі

До торгів на фондовій біржі можуть бути допущені:

- емісійні цінні папери в процесі їх розміщення та обігу;
- інші цінні папери, у тому числі інвестиційні паї пайових інвестиційних фондів, у процесі їх видачі та обігу.

У котирувальні списки можуть включатися лише цінні папери, які відповідають вимогам законодавства. Фондова біржа може встановлювати додаткові вимоги до цінних паперів, включених в котирувальні списки. До торгів на фондовій біржі можуть бути допущені деякі цінні папери без проходження процедури лістингу — відповідно до правил допуску таких паперів до торгів.

Які існують органи управління біржі

Вищим органом управління біржі є загальні збори її членів або акціонерів. Загальні збори вирішують загальні фінансові та організаційні питання і визначають правила внутрішнього розпорядку. У проміжках між зборами вищим органом є біржова рада (або комітет, чи наглядова рада), яка здійснює контроль за поточною діяльністю біржі. Для оперативного керівництва діяльністю створюється виконавча дирекція.

Крім названих вище органів управління на біржі створюються певні підрозділи, кожен з яких виконує специфічні функції.

До таких підрозділів належать:

- операційний, або торговий, відділ (відділи), у якому безпосередньо укладаються угоди;
- реєстраційний відділ (бюро), де всі укладені угоди реєструються;
- розрахунковий відділ (палата), де здійснюються всі необхідні розрахунки за укладеними операціями.

На біржі можуть бути створені й інші відділи: інформаційно-довідковий, видавничо-статистичний, відділ зовнішніх зв'язків тощо. Для розв'язання суперечок на біржі може бути створена

арбітражна комісія. Для розв'язання питань допуску цінностей на біржу створюється спеціальна комісія з допуску.

Хто є учасниками біржової торгівлі

У торгівлі на біржі можуть брати участь:

- брокери,
- дилери,
- штатні працівники.

Брокер — це посередник між клієнтом і біржею. Він отримує і виконує заявки від клієнтів, тобто діє від імені та за дорученням клієнта й отримує певний відсоток комісійних за виконання заявки. Розмір комісійних залежить від типу й кількості цінних паперів, а також від біржі, на якій укладаються угоди.

На відміну від брокера, дилер діє від свого імені й за свій рахунок.

Члени біржі можуть виконувати різні ролі. Наприклад, на деяких біржах вони можуть діяти тільки як брокери, а дилерські операції заборонені (наприклад, біржі Парижа, Брюсселя, Мілана). На лондонській фондовій біржі члени біржі можуть діяти або тільки як брокери, або тільки як дилери, без суміщення цих функцій. На деяких біржах окремим членам біржі, які спеціалізуються на торгівлі певними видами цінних паперів, дозволено поєднувати функції брокера та дилера (наприклад, Нью-Йоркська фондова біржа, вільні маклери в Німеччині та Данії).

Маклер — це зазвичай штатний працівник біржі, який оформляє угоди. Маклер має чітко дотримуватися статуту біржі й правил біржової торгівлі. Всі укладені за участю маклера угоди реєструються в спеціальному журналі або комп'ютері. Після закінчення біржової сесії учасникам угоди видаються маклерські записки чи комп'ютерні роздруківки, у яких зазначається найменування, кількість, ціна куплених та проданих цінних паперів.

Учасники біржової торгівлі на біржах різних країн можуть мати різні назви та наділені деякими специфічними функція-

ми. Наприклад, на лондонській фондовій біржі маклер називається сток-брокером (або джобером), а низка брокерів приймає замовлення безпосередньо від клієнтів, які перебувають на біржі. Такі брокери називаються трейдерами і мають право торгувати лише кількома видами цінних паперів. На Нью-Йоркській фондовій біржі кожен маклер спеціалізується на торгівлі кількома видами акцій і називається фахівцем. Спеціаліст є членом біржі й виконує функції брокера та дилера. Завдання його полягає не лише в тому, щоб виступати посередником при укладанні угод, а й вживати заходи для забезпечення стабільності ринку цих цінних паперів.

Що таке лістинг, його правила

Цінні папери потрапляють на біржу не автоматично, і не всі з них можуть бути допущені до торгів. Практично у всіх країнах, згідно із законодавством, питання про допуск цінних паперів на біржу вирішує сама біржа. Саме від неї залежить, чи будуть ті або ті цінні папери продаватися на біржі.

Якщо цінні папери приймаються для продажу на біржі, то вони прийняті до котирування. Папери включаються до котирувального списку (або листа) і називаються обліковими, або лістинговими. Процедура допуску цінних паперів до торгівлі на біржі називається лістингом. Компанія, яка бажає включити свої акції до біржового списку, подає на біржу заявку встановленої форми й повідомляє про себе детальну інформацію, обсяг і характер якої визначає сама біржа. Тому вимоги до цінних паперів на різних біржах можуть бути різними.

Цінні папери, не включені до біржового списку на одній біржі, можуть бути прийняті іншою, де вимоги менш суворі.

Які переваги й недоліки лістингу для емітента. Прийняття акцій до котирування на біржі коштує емітенту дорого. Акціонерні товариства прагнуть потрапити до котирувального списку, оскільки включення до лістингу дає їм такі переваги:

- більший обсяг інформації та підвищення престижу фірми в інвесторів, адже крім оцінки якості акцій інвестором проводиться їх оцінка фондовою біржею;
- кращі умови для отримання кредитів, оскільки кредитори можуть порівняти балансову вартість активів компанії з біржовою оцінкою;
- доступ до інформації: акціонери та потенційні інвестори можуть стежити за угодами й котируваннями, фінансова преса подає докладний звіт про біржову торгівлю акціями, тоді як позабіржовий ринок висвітлюється значно менше;
- полегшення можливості застави акцій: кредитори віддають перевагу взяттю під заставу спискових акцій перед позасписковими, розуміючи, що їх легше продати;
- публікація даних про ринок облікових акцій дає змогу інвесторам і фінансовим експертам скласти повне уявлення про ринкову «поведінку» облікового випуску акцій, що привертає до останніх нових покупців.

Проте існують і недоліки лістингу :

- додатковий контроль за діяльністю компанії, оскільки при включенні в список на біржі остання бере на себе додаткові зобов'язання щодо інформування про дивіденди, випуск акцій тощо;
- додаткові витрати: плата за проходження лістингу, щорічна плата за підтримку лістингу, оплата аудиторських послуг;
- можливість виникнення негативного ставлення у потенційних інвесторів у разі низької активності акцій, що було б менш помітним у разі продажу акцій на позабіржовому ринку.

Що таке касові й термінові угоди з цінними паперами

Після проходження процедур лістингу та включення у котирувальний лист з цінними паперами можна здійснювати біржові операції, тобто укладати угоди купівлі-продажу.

Всі угоди з цінними паперами можна поділити на два типи:

- касові операції
- операції на строк.

Касова угода (spot) укладається на наявні в продавця цінні папери. Поставка цінних паперів продавцем покупцеві та їх оплата здійснюються в найближчі після укладення угоди дні. У ФРН, наприклад, цей термін не перевищує двох біржових днів, у Великобританії та США — п'яти робочих днів.

Основною характеристикою угоди на строк є те, що виконання продавцем і покупцем своїх зобов'язань має бути здійснено в певний період у майбутньому. Наприклад, угода, укладена 1 вересня, має бути виконана 1 грудня. Проте на час укладення угоди в продавця може не бути цінних паперів, а покупець може не мати грошей для їх оплати.

Угоди на строк часто називають форвардними. При укладанні такої угоди фіксується кількість і курс цінних паперів. Щодо терміну її виконання, то цінні папери можуть бути передані в певний день, указаний при укладанні угоди, або передаватися частинами до зазначеної останньої дати.

Через розвиток торгівлі похідними фінансовими інструментами біржі практично відмовилися від форвардних угод. В основному такі угоди є позабіржовими. На біржі ж укладаються такі види строкових угод, як опціони на покупку й продаж фондових цінностей, розрахункові та поставні ф'ючерсні контракти, операції з біржовими індексами. Ці інструменти широко використовуються як з метою хеджування, так і спекуляції.

Які особливості угод хеджування і спекуляцій зі строковими контрактами

Курси цінних паперів, передусім акцій, відчують сильні коливання під впливом різного роду факторів. Щоб застрахувати себе від зміни цін на період запланованої покупки або продажу цінних паперів, інвестори застосовують хеджування (від *англ.* hedging — «огорожа»); страхування від можли-

вих втрат). Хеджування здійснюється через укладання строкових угод, тобто покупки та продажу опціонів і ф'ючерсних контрактів.

Наприклад, інвестор через три місяці (саме тоді в нього мають з'явитися кошти) збирається купити акції компанії «Омега». Однак, за його прогнозами, їх курс за цей час зросте з 45 до 50 дол. за акцію. Інвестор може укласти тверду форвардну угоду за ціною цього дня — 45 дол. за акцію з терміном виконання угоди 3 місяці або, якщо це можливо, купити опціон на право покупки акцій через 3 місяці за ціною 45 дол. за акцію при вартості опціону, наприклад, 2 дол. Проте найчастіше для цілей хеджування укладаються ф'ючерсні контракти.

Учасниками ринку цінних паперів була встановлена чітка залежність між курсами цінних паперів за касовими й ф'ючерсними угодами: якщо зростає курс цінних паперів за операціями за готівку, то зростає і ціна ф'ючерсних контрактів. Тому інвестор може укласти ф'ючерсний контракт на покупку акцій компанії «Омега» за ціною 45 дол. за штуку з терміном виконання контракту через 3 місяці. Припустімо, що до періоду закінчення строку контракту курс акцій за касовими операціями зростає, наприклад, до 50 дол. за акцію. Контракт зобов'язує продавця продати акції «Омега» за ціною 45 дол. за штуку. Однак продавець, продаючи контракт, можливо, і не збирався постачати ці акції, тому він сплачує покупцеві різницю в ціні розміром 5 дол. за акцію (50–45). Можна дійти висновку про те, що покупець контракту продає його через 3 місяці назад продавцеві, але вже за більш високою ціною і таким чином страхує себе від підвищення цін. На практиці це здійснюється за допомогою гарантійних внесків. Продавець і покупець контракту вносять гарантійні внески, розмір яких визначається біржею. Якщо покупець очікував, що курс акцій підвищиться і його сподівання справдилися, то йому повертається гарантійний внесок, а з гарантійного внеску продавця виплачується сума, на яку збільшилася ціна контракту. Якщо ж очікування покупця не виправдалися, то з його гарантійного внеску виплачується відповідна сума продавцю контракту. (Перерахунок

гарантійних внесків, як зазначалося вище, здійснюється в кінці кожного біржового дня.)

Якщо власник цінних паперів має намір згодом їх продати, а за його припущеннями курс цих цінних паперів до того часу впаде, то, щоб зменшити ризик можливих втрат, хеджер прагнучиме придбати опціон на продаж або продати ф'ючерсний контракт. Припустімо, що хеджер уклав ф'ючерсний контракт на продаж акцій компанії «Омега» за ціною 45 дол. за штуку з терміном виконання через 3 місяці. Та через 3 місяці курс акцій «Омеги» знизився до 40 дол. за штуку, отже, й ціна ф'ючерсного контракту також знизиться до 40 дол. за штуку. Однак покупець контракту дав зобов'язання при укладенні контракту прийняти ці папери за ціною 45 дол. за акцію. У такому разі покупець виплатить продавцю різницю в розмірі 5 дол. за акцію (45–40). Отже, продавець цінних паперів зможе відшкодувати свої збитки від зниження курсу акцій.

З одного боку, операції з ф'ючерсами дають змогу застрахуватися від можливих втрат і зменшити ризик інвесторів, а з іншого — створюють широкий простір для діяльності різного роду біржових спекулянтів, або біржових гравців. Останніх умовно можна поділити на дві групи:

- ті, що роблять ставки на підвищення курсу, — «бики»,
- ті, що грають на зниження, — «ведмеді».

Найбільш небезпечна ситуація на біржі складається тоді, коли починають панікувати «ведмеді». Зробивши ставку на підвищення курсу акцій, спекулянт купує ф'ючерсний контракт на ці акції і в майбутньому розраховує на отримання доходу від продажу цього строкового контракту за рахунок збільшення ціни акцій і, відповідно, ціни строкового контракту.

Хоч й інвестор, і спекулянт купують цінні папери з метою отримання доходу, проте інвестор, на відміну від останнього, зазвичай купує цінні папери на тривалий термін (за винятком операцій хеджування). Спекулянти ж в основному купують цінні папери на короткий час з метою отримання прибутку за рахунок зміни курсів цінних паперів.

Що таке біржовий наказ

Брокери працюють за дорученням своїх клієнтів. Діяльності брокера в торговому залі біржі або на позабіржовому ринку передує його робота з клієнтом у брокерській фірмі, куди надходить замовлення від клієнта на купівлю-продаж певного виду та кількості цінних паперів. Для зручності обох сторін та уніфікації брокерського обслуговування замовлення (наказ) клієнта брокеру оформляється на спеціальному бланку. Форма наказу затверджується біржею (якщо наказ призначений для виконання на біржі). На різних біржах можуть існувати певні відмінності у формах наказу, але базові елементи незмінні.

У наказі зазвичай міститься така інформація:

- 1) тип операції (купівля або продаж);
- 2) найменування цінного паперу;
- 3) кількість цінних паперів;
- 4) ціна виконання замовлення;
- 5) термін виконання замовлення;
- 6) обсяг виконання замовлення;
- 7) порядок виконання складного замовлення;
- 8) форма оплати;
- 9) ім'я та код клієнта, дата надходження замовлення;
- 10) інші відомості, передбачені правилами біржі.

Форма заявки складається таким чином, щоб заявки на покупку та продаж легко розрізнялись. Це досягається за допомогою використання різних кольорів або шрифтів.

Які існують типи наказів за ціною виконання. За ціною виконання накази можна поділити на 3 типи:

- ринкові;
- лімітовані;
- стоп-накази.

Ринковий наказ передбачає, що брокеру необхідно продати або купити певну кількість цінних паперів за так званою «найкращою ціною»: найнижчою — для клієнта-покупця і найвищою — для клієнта-продавця. Якщо в наказі брокеру ціна не вказана, то

наказ вважається ринковим. Ринкові накази, які надійшли брокеру під час біржової сесії, мають бути виконані негайно. Якщо ринковий наказ надходить брокеру до початку біржової сесії, то в ньому має бути зазначено, коли його необхідно виконати — на час відкриття біржі або її закриття.

У *лімітованому наказі* клієнт вказує граничну ціну угоди: мінімальну — для продажу цінних паперів і максимальну — для паперів, що купуються. Замовлення може бути виконано за зазначеною граничною ціною або за більш сприятливою ціною. При отриманні лімітованого наказу брокер має його виконати, як тільки з'явиться така можливість, або залишити замовлення у біржового маклера (спеціаліста) у разі проведення торгівлі «на замовлення».

Стоп-наказ — це наказ клієнта брокеру розпочати або припинити угоди з цінними паперами при досягненні певної ціни. Наприклад, наказ на покупку акцій компанії «Омега» може бути сформульований так: «Якщо ціна акції досягне 48 дол. за акцію (при поточній ціні 46 дол.), то їх слід купувати»; а стоп-наказ на продаж: «Якщо ціна впаде до 43 дол. за штуку, то їх необхідно продавати».

Яким чином у наказі зазначається термін та обсяг виконання. У замовленні брокеру клієнт вказує термін виконання замовлення. Це може бути один день, один тиждень або один місяць. Крім того, існує так зване відкрите замовлення, яке діятиме доти, доки воно не буде виконане брокером або скасоване клієнтом.

У наказі передбачаються також вказівки брокеру щодо обсягу виконання замовлення. Якщо клієнт вживає вислів «все або нічого», то замовлення вважається виконаним, якщо продано або куплено всю кількість цінних паперів, зазначених у заявці. Якщо клієнт згоден купити або продати будь-яку кількість цінних паперів (але не більше зазначеної у замовленні), то використовується формулювання «прийму в будь-якому вигляді». Може бути також вжитий вислів типу «виконати або скасувати». Це означає,

що після виконання частини замовлення клієнт дозволяє скасувати решту.

Якщо клієнт дає кілька замовлень брокеру, то в його наказах можуть бути викладені додаткові інструкції брокеру. Наприклад, може бути дано вказівку «або-або». Це означає, що при виконанні одного із замовлень інші автоматично скасовуються.

Замовлення «з перемиканням» означає, що виручка від продажу одних акцій може бути використана для покупки інших. Контингентні замовлення призначені для заміни одних паперів іншими. У цьому разі брокер має одночасно продати один вид цінних паперів і купити інший.

Що таке біржові торги

Що таке відкриті біржові торги. Отримавши наказ клієнта, брокер прагне його виконати під час біржової сесії. Крім брокерів, які виконують доручення своїх клієнтів, у біржовій торгівлі, як уже зазначалося, можуть брати участь дилери, що діють від свого імені.

На кожній біржі процес торгівлі цінними паперами має свою специфіку. Виділяють два основні способи проведення біржових торгів. Один із них — це відкриті аукціонні торги, коли відбувається безперервне зіставлення цін на покупку та цін на продаж. Продавець поступово знижує ціну, а покупець поступово її підвищує. Угода відбувається тоді, коли ціни покупця і продавця сходяться.

На крупних біржах торговий зал ділиться на кілька секторів (за американською термінологією сектор іменується «торговим постом», за європейською — «ямою»). Кожен сектор призначений для торгівлі певними видами цінних паперів. Отримавши наказ, брокер йде у відповідний сектор і ознайомлюється з поточним котируванням за цим видом цінних паперів. Під котируванням тут мається на увазі зіставлення найбільш високої ціни попиту (bid) і найнижчої ціни пропозиції (offer).

При організації торгівлі за принципом відкритого аукціону біржовий сеанс починається з того, що біржовий маклер (фахівець) оголошує ціну закриття (ціну останньої угоди) попереднього біржового дня. Якщо є охочі купити або продати цінні папери за цією ціною, то маклер відразу фіксує ці угоди. Далі може настати затишшя: продавці хочуть отримати вищу ціну, а покупці купити за більш низькою. З'являється розрив (спред / spread) між ціною пропозиції і ціною попиту. Маклер оголошує котирування, і відповідна інформація з'являється на табло. Коли розрив між ціною пропозиції та ціною попиту зникає, починають відбуватися угоди.

Найбільш результативними й жвавими є початок та кінець біржового сеансу. Спочатку кожен прагне, щоб саме його цінні папери були продані або куплені. У кінці біржового дня долучаються і намагаються укласти угоди учасники, які спочатку розраховували на більш вигідні ціни й займали вичікувальну позицію.

Біржова сесія проходить у досить напруженому режимі, тому на фондових біржах вживається певна фразеологія, спрямована на те, щоб мінімізувати час для передачі необхідної інформації. Проте зміст останньої має бути зрозумілим всім учасникам біржової торгівлі. З цією ж метою використовуються сигнали, які передаються жестами рук.

На цей час все більша кількість бірж відмовляється від торгівлі «з голосу». Наприклад, Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів (LIFFE), на якій крім цінних паперів ведеться торгівля сільгосппродукцією (кава, какао-боби, пшениця, ячмінь, картопля), з 27 листопада 2000 р. цілком перейшла на торги в електронній системі, що поклало край 122-річному «голосовому» періоду.

Як здійснюється торгівля на замовлення. Другим способом проведення біржових торгів є торгівля на замовлення, яку іноді називають «залповим аукціоном». Суть його полягає в тому, що брокери і дилери подають маклеру письмові заявки на покупку й продаж, вказуючи ціну та кількість цінних паперів. Всі замовлення заносяться в маклерську книгу із зазначенням часу над-

ходження замовлення. У певний момент прийом замовлень припиняється, після чого маклер зіставляє всі прийняті замовлення на купівлю та продаж і здійснює оформлення угод. Він керується відповідними правилами й прагне досягти продажу найбільшої кількості цінних паперів.

Зараз торгівля за замовленнями здійснюється за допомогою сучасної електронної техніки, тобто всі замовлення вводяться в базу комп'ютера. Після припинення прийому замовлень програма розраховує ціну реалізації, за якою може бути укладено найбільшу кількість угод. Далі учасники торгів з допомогою маклера оформляють угоди. На Паризькій фондовій біржі до моменту відкриття комп'ютерна система розраховує ціну відкриття і перетворює замовлення, що підлягають виконанню за ринковою ціною, на замовлення із зазначенням граничної ціни, яка дорівнює ціні відкриття. У результаті всі замовлення на покупку за цінами вище ціни відкриття і всі замовлення на продаж за цінами нижче цієї ціни виконуються повністю. Замовлення, у яких як гранична зазначена ціна відкриття, виконуються залежно від наявності зустрічних замовлень.

Які етапи здійснення угоди з цінними паперами

Залежно від механізму організації біржової торгівлі й техніки укладання угод факт купівлі-продажу цінних паперів в операційному залі біржі може оформлюватися:

- маклерської запискою, підписаною учасниками угоди, з відповідним записом в операційному журналі;
- підписанням договору купівлі-продажу між брокерами;
- занесенням здійсненої операції в комп'ютерну систему й видачею сторонам відповідної паперової роздруковки;
- в іншій формі.

Головне, щоб укладені угоди були зареєстровані тим або тим способом. Проте факт укладання угоди та її реєстрація ще не означає, що покупець стає власником куплених цінних паперів. Право власності покупець набуває лише в момент виконання

угоди, а до цього власником цінних паперів залишається продавець.

Укладення угоди — лише перший етап на шляху руху цінних паперів від продавця до покупця.

Далі укладені угоди проходять такі етапи:

- 1) звірку;
- 2) кліринг;
- 3) виконання.

Як відбувається звірка параметрів укладеної угоди. День укладання угоди в міжнародній практиці прийнято позначати днем «Т» (від *англ.* trade — торгувати). Всі інші етапи угоди відбуваються пізніше, їх прийнято зіставляти з першим днем — днем «Т».

Наступний етап — звірка всіх параметрів укладеної угоди. Учасники угоди мають ознайомитися з її умовами й врегулювати всі розбіжності, якщо такі є. Різного роду помилки та випадковості частіше трапляються, коли угоди укладаються в усній формі.

На етапі звірки сторони обмінюються звірятьними документами в письмовій формі, у яких відтворюються всі умови угоди. Найчастіше обмін звірятьними документами відбувається не безпосередньо між сторонами, а за допомогою біржі. Якщо в документах, отриманих брокером після укладення угоди, немає розбіжностей з документами, отриманими від іншої сторони, то звірка вважається успішною.

Залежно від механізму організації звірки підсумком успішності цього процесу можуть бути:

- письмові записки;
- комп'ютерні роздруківки від контрагентів одне одному;
- спеціальні листи-звірки, якщо звірку здійснюють органі біржі.

Як свідчить міжнародна практика, зазвичай фондові біржі організують роботу так, щоб звірка здійснюється не пізніше другого робочого дня (тобто дня «Т + 1»).

На деяких біржах етап звірки відсутній. У цьому немає необхідності, якщо продавець і покупець безпосередньо на час

укладання угоди підписують у письмовій формі договір, у якому відображені всі умови угоди. Іноді етап звірки відсутній при укладанні угод з використанням комп'ютерних систем.

Після звірки проводяться всі необхідні обчислення за угодою. Перш за все визначається загальна сума укладеної угоди шляхом множення ціни одного цінного паперу на їх загальну кількість. Ця сума є номінальною ціною угоди. Крім неї покупець сплачує податок на операції з цінними паперами, якщо це передбачено чинним законодавством, а також біржовий збір (якщо він визначений біржовими правилами). Продавець отримує номінальну ціну угоди за вирахуванням податку на операції з цінними паперами та біржового збору (якщо це передбачено). Для клієнтів, за дорученням яких здійснюються угоди, крім названих податків і зборів номінальна сума угоди корегується на величину комісійної винагороди брокеру. Для клієнта-покупця ціна покупки збільшується на розмір комісійних, а ціна продажу для клієнта-продавця зменшується на розмір комісійних.

Як здійснюється кліринг цінних паперів. Після того як зроблено всі необхідні обчислення, продавець має передати цінні папери покупцеві, а покупець — перерахувати гроші на рахунок продавця. Якби кожна угода виконувалася окремо від інших, то на сучасних крупних біржах потрібно було б щодня робити десятки тисяч переміщень цінних паперів від продавців до покупців і біржі просто захлинулися б у такий лавині документообігу. Тому практично всі великі біржі застосовують систему взаємних заліків зустрічних вимог з метою зниження кількості платежів і поставок цінних паперів. Ця процедура називається *клірингом*.

Спочатку кліринг здійснювався розрахунковими палатами бірж, а пізніше почали створюватися спеціальні клірингові організації. Клірингова організація може обслуговувати як одну біржу, так і кілька.

Суть клірингу полягає в тому, щоб провести «очищення» всіх операцій, проведених у певний день, і тим самим звести до мінімуму число переміщень цінних паперів між продавцями й покупцями. При системі багатостороннього клірингу клірингова

корпорація визначає для кожного учасника так звану позицію — різницю (або сальдо) між усіма вимогами та всіма зобов'язаннями цього учасника по операціях за встановлений період часу (за один біржовий день).

Процедура встановлення позицій учасників торгів називається *нетинг*. Якщо сальдо дорівнює нулю, позиція учасника вважається закритою. У тому разі, якщо сальдо позитивне, тобто обсяг вимог цього учасника перевищує його зобов'язання за угодами, то кажуть, що учасник має довгу позицію. Якщо учасник клірингу винен більше, ніж винні йому (тобто сальдо негативне), то він має коротку позицію. За підсумками багатостороннього взаємозаліку обчислюється сума грошових коштів або цінних паперів, яку має отримати кожен учасник на завершальному етапі угоди.

Коли клірингова організація визначила остаточних постачальників й одержувачів цінних паперів, остаточних платників та одержувачів коштів, їй залишається лише проконтролювати виконання зобов'язань. Проте часто вона виступає не лише в ролі розрахункового центру, а й бере на себе функцію врегулювання позицій учасників угоди. Тобто остаточні постачальники цінних паперів і платники грошових коштів розраховуються не одне з одним, а з кліринговою організацією, а остання — вже з кожним учасником.

Як організовується поставка цінних паперів. Останнім етапом угоди є її виконання, яке передбачає поставку цінних паперів покупцю і переказ грошових коштів продавцю.

День виконання угоди фіксується під час укладання угоди. Всі касові операції, укладені на фондовій біржі протягом одного дня, теж мають бути виконані за один день. Група представників з 30 найбільш розвинених країн, створена для координації з питань уніфікації фінансових операцій, рекомендує, щоб виконання касових операцій (угод «спот» / spot) відбувалося в день «Т + 3». Однак досягти цього вдається далеко не всім. Так, якщо на фондовій біржі Франкфурта касові угоди виконуються на другий робочий день (день «Т + 2»), то на американському фондовому ринку на п'ятий (день «Т + 5»).

Виконання угоди передбачає зустрічні виконання зобов'язань продавцем і покупцем. Але якщо одна зі сторін не виконає своє зобов'язання, то інша зазнає збитків. Тому на фондових біржах і в клірингових організаціях зазвичай діє принцип «поставка проти платежу» (Delivery Versus Payment — DVP). Конкретні форми організації цієї системи в різних країнах можуть різнитися.

Сама поставка проданих і куплених цінних паперів може бути здійснена шляхом їх передачі з рук в руки. Однак цінні папери великих компаній, які мають широкий вторинний ринок, зазвичай зберігаються в спеціально створених для цих цілей депозитаріях. Останні здійснюють відповідальне зберігання цінних паперів своїх клієнтів, а також виплату відсотків і дивідендів. Послугами депозитаріїв користуються брокерські фірми, інвестиційні фонди, банки, виробничі підприємства.

Продавець цінних паперів, які зберігаються в депозитарії, дає вказівку депозитарію перевести їх на рахунок покупця. Якщо угоди купівлі-продажу здійснюються за допомогою клірингової організації, то розпорядження в депозитарій надходить від неї. Депозитарій за цим дорученням здійснює переказ цінних паперів на рахунок нового власника. У цьому разі фізичного руху цінних паперів не відбувається, цінні папери та сертифікати на них залишаються без руху в сховищах депозитарію.

Зазвичай депозитарій обслуговує не одну, а кілька бірж. Це дає змогу брокерам вести торгівлю цінними паперами на різних біржах, маючи один рахунок депо в депозитарії, який обслуговує всі ці біржі. На сучасному професійному фондовому ринку переважна більшість поставок цінних паперів здійснюється саме способом переказу їх у депозитаріях за відповідними рахунками депо.

Угода вважається виконаною, коли депозитарій здійснить переказ цінних паперів за рахунками депо і клірингові компанії та комерсанти отримують відповідні документи, тобто виписки з рахунків депо про здійснені перекази.

У розвинених країнах існує розвинена система фондового ринку. Окремі її ланки можуть виконувати різні функції залежно від особливостей національного фондового ринку. Наприклад, у ФРН «Німецький касовий союз» виконує одночасно функції клірингової організації та депозитарію, а грошові розрахунки за угодами на професійному фондовому ринку здійснюються через Центральний банк Німеччини. Міжнародні депозитарно-клірингові організації “Cedel” (Люксембург) та “Euroclear” (Брюссель) виконують одночасно функції клірингового центру, депозитарію і розрахункової системи.

Що таке біржові бюлетені

За підсумками біржового дня біржа аналізує інформацію за всіма укладеними угодами й здійснює котирування цін проданих цінних паперів. *Ціна котирування* — це типова (середня) ціна за укладеними біржовими угодами. Вона може бути розрахована за весь біржовий день, на початок, середину або кінець біржового дня.

Для касових операцій (угод на реальні цінні папери) котирувальна ціна служить довідковим матеріалом у встановленні рівня цін. Проте вона є лише орієнтиром, який відображає інформацію про вчорашній стан ринку, і фактичні ціни угод можуть суттєво відрізнятись від її рівня. Угоди на строк відображають іншу ситуацію. Якщо ціни угод у строкових контрактах не вказані, то контракти виконуються за цінами, сформованими в день виконання угоди. Отже, котирувальна ціна, визначена біржею, буде ціною виконання угоди.

Аналізуючи дані щодо попиту й пропозиції за зареєстрованими угодами, біржа встановлює верхню і нижню межу цін на покупку та продаж цінних паперів, а також виключає ціни, які не показують кон'юнктуру біржового дня.

Дані про угоди за кожен біржовий день відображаються в біржових бюлетенях. *Біржовий бюлетень* — це зведена таблиця, яка містить інформацію про цінні папери, що котируються на біржі,

та укладені угоди. Біржові бюлетені багатьох бірж поширюються не тільки серед учасників ринку цінних паперів, а й публікуються в щоденних газетах.

Біржові бюлетені різних бірж містять різноманітні відомості про цінні папери, але найбільш типовою є інформація про: курси цінних паперів, курс поточного й попереднього днів, максимальний і мінімальний курси за рік і за день, дані про кількість проданих цінних паперів.

У біржових бюлетенях для облігацій вказуються: її номінал і рік випуску, термін погашення, процентна ставка, дата виплати відсотка, курс, поточна прибутковість. Для облігацій з плаваючою процентною ставкою зазначається розмір її перевищення над міжбанківською процентною ставкою, для конвертованих — термін конвертації.

Біржові бюлетені для акцій більш різноманітні. Обсяг відомостей, вміщених у них, встановлює біржа або друкований орган, який випускає бюлетені. Бюлетені фондових бірж, які публікуються в газеті “Financial Times”, містять інформацію про: ціну акції на момент закриття біржі; зміну ціни протягом поточного дня, найбільш високий і найбільш низький курси акції за останні 52 тижні, дивідендний дохід на акцію за останніми звітними даними, відношення ціни акції до доходу на акцію, кількість проданих акцій.

Що таке біржові індекси

Індекси є узагальнюючими показниками динаміки курсів цінних паперів. Вони розраховуються біржами або спеціалізованими фірмами. Індекси дають можливість проаналізувати стан фондового ринку за минулий період та виявити тенденції, на підставі яких можуть бути складені прогнози на майбутнє. На основі рівня та динаміки біржових індексів можна дійти висновку про стан економіки всієї країни. Інвесторам біржові індекси дають змогу оцінити стан власного портфеля цінних паперів.

Яка історія і порядок розрахунку індексу Доу — Джонса. Найпершим за часом виникнення і найвідомішим у світі біржовим індексом є індекс Доу — Джонса. Історія його появи така. У 1884 р. власникам — партнерам видавничої компанії «Доу — Джонс енд компані» — Чарльзу Генрі Доу (який був до того ж редактором газети «Уолл-стріт джорнел») та Едварду Джонсу спало на думку розрахувати індекс курсів акцій, який міг би схарактеризувати стан американського ринку. Ідея виявилася вдалою: індекс використовується вже понад 100 років. Сімейство індексів Доу — Джонса регулярно поповнюється новими індикаторами.

Найбільш відомим із родини індексів Доу — Джонса є промисловий (Dow Jones Industrial Average), який вперше був опублікований 26 травня 1896 р. Спочатку для його розрахунку використовувались акції 12 промислових компаній, пізніше їх число було збільшено.

На сьогодні до списку розрахунку промислового індексу включені акції 30 найбільших американських компаній. Правда, не можна стверджувати, що вони в прямому сенсі є промисловими, адже це компанії-виробники програмного забезпечення, фінансові, телекомунікаційні, транспортні, торговельні та ін. (табл. 1).

Таблиця 1

Перелік компаній, включених для розрахунку індексу Dow — Jones

№ п/п	Компанії	Біржі	Діяльність	Дата створення
1	General Electric	NYSE	Холдинг	07.11.1907
2	ExxonMobil	NYSE	Нафта та газ	01.10.1928
3	Procter & Gamble	NYSE	Споживчі товари	26.05.1932
4	Du Pont	NYSE	Хімія	20.11.1935
5	United Technologies	NYSE	Холдинг	14.03.1939
6	3M	NYSE	Холдинг	09.08.1976

№ п/п	Компанії	Біржі	Діяльність	Дата створення
7	IBM	NYSE	Комп'ютери й технології	29.06.1979
8	Merck	NYSE	Фармацевтика	29.06.1979
9	American Express	NYSE	Споживчі фінанси	30.08.1982
10	McDonald's	NYSE	Харчування	30.10.1985
11	Boeing	NYSE	Авіабудування та оборона	12.03.1987
12	Coca-Cola	NYSE	Продукти харчування	12.03.1987
13	Caterpillar	NYSE	Промислове обладнання	06.05.1991
14	JPMorgan Chase	NYSE	Банк	06.05.1991
15	Walt Disney	NYSE	Теле- і радіомовлення	06.05.1991
16	Johnson & Johnson	NYSE	Фармацевтика	17.03.1997
17	Wal-Mart	NYSE	Торгівля	17.03.1997
18	AT & T	NYSE	Телекомунікація	01.11.1999
19	The Home Depot	NYSE	Покращення житлових норм	01.11.1999
20	Intel	NASDAQ	Напівпровідники	01.11.1999
21	Microsoft	NASDAQ	Програмне забезпечення	01.11.1999
22	Pfizer	NYSE	Фармацевтика	08.04.2004
23	Verizon	NYSE	Телекомунікація	08.04.2004
24	Chevron	NYSE	Нафта і газ	19.02.2008
25	Cisco Systems	NASDAQ	Комп'ютерна мережа	08.06.2009
26	Travelers	NYSE	Страховання	08.06.2009

№ п/п	Компанії	Біржі	Діяльність	Дата створення
27	United Health Group	NYSE	Охорона здоров'я	24.09.2012
28	Goldman Sachs	NYSE	Банк	20.09.2013
29	Nike	NYSE	Одяг	20.09.2013
30	Visa	NYSE	Споживчі фінанси	20.09.2013

Другим індексом Доу — Джонса, який також має тривалу історію, є транспортний. Це показник курсів акцій 20 найбільших транспортних компаній. Крім промислового та транспортного розраховується ще ціла низка інших індексів.

Починаючи з 2012 р. всі індекси Доу — Джонса належать і розраховуються компанією “S & P Dow Jones Indices”, створеною трьома крупними гравцями фінансового ринку — McGraw Hill Financial, CME Group і News Corporation. Крім індексів Доу — Джонса вона розраховує індекси сімейства Standard & Poor's (S & P) та цілу низку інших індикаторів фінансового ринку за різними типами інструментів, ризиків, груп товарів й інших активів, специфічні галузеві індекси та індекси країн. Як зазначено на сайті компанії, це понад 130 000 різних індексів фінансового й товарного ринків.

Методика розрахунку всіх індексів Доу — Джонса нескладна. Це середнє арифметичне значення курсів акцій, включених до розрахунку. Проте слід враховувати динамічність індексів, оскільки позиція компаній, які включені до їх розрахунку, може змінюватися через злиття або поглинання, що позначається на величині курсів акцій. У разі, якщо стається зміна позиції найбільших компаній, може відбутися заміна однієї компанії, включеної до розрахунку індексу, на іншу. Проте в сучасних умовах такі випадки досить рідкісні.

Особливо важливим є той факт, що всі компанії час від часу вдаються до дроблення своїх акцій. Це слід взяти до уваги при

обчисленні індексу Доу — Джонса, який має відображати динаміку цього явища, а не просто розрахунок середньої арифметичної величини.

Формула для обчислення індексу Доу — Джонса має такий вигляд:

$$I_{D-J} = \frac{\sum_{i=1}^n P_i}{D}, \quad (6.1)$$

де P_i — курс акції i -ї компанії;

D — дільник;

n — число акцій, що включаються до розрахунку.

Величина індексу Доу — Джонса вимірюється в пунктах. Збільшення (або зменшення) його на один пункт означає, що середня ціна акцій, включених до розрахунку, збільшилася (або зменшилася) на один долар.

Значення індексу має тенденцію до зростання, хоч час від часу й спостерігається його зниження. Починаючи з 1926 р. й до 2009 р. падіння індексу відносно попереднього року відбулося 21 раз. Мінімальне значення індексу зафіксовано у період Великої депресії 2 липня 1932 р. (тоді його рівень упав до 41,22 пункту).

Наведена методика розрахунку індексу Доу — Джонса свідчить про те, що він аж ніяк не досконалий. Оскільки індекс розраховується просто як середня арифметична величина, то найбільше на нього впливають акції, які мають високу ринкову ціну. Якщо розрахувати таким методом індекс для двох акцій з ціною 10 дол. і 100 дол., то середнє арифметичне складе 55 дол. Якщо ціна першої акції впаде вдвічі й становитиме 5 дол., то значення індексу (середнє арифметичне) знизиться до 52,5, або на 5%. Якщо знизиться вдвічі курс другої акції, то індекс опуститься до 27,5, або на 45%. Кількість же випущених або проданих акцій не впливає на величину індексу.

Крім того, хоч час від часу і переглядається перелік компаній — компонентів індексу, останній не здатний відображати ті

зміни в структурі економіки, які останнім часом відбуваються дуже швидко.

Як розраховується індекс Standard & Poor's. Одним із найважливіших біржових індексів, які використовуються в США, є індекс інформаційної компанії "Standard & Poor's". Він розраховується для 500 і 100 компаній.

До розрахунку індексу S & P-500 включено акції 400 промислових, 20 транспортних, 40 фінансових і 40 комунальних компаній. Це переважно акції, які котируються на Нью-Йоркській фондовій біржі (близько 80 % вартості її лістингових акцій). Крім того, сюди включено низку акцій, які котируються на Американській фондовій біржі й перебувають у позабіржовому обороті.

Методика розрахунку цього індексу дещо складніша, ніж індекса Доу — Джонса, проте він є більш точним індикатором стану економіки:

- по-перше, в ньому представлено більшу кількість акцій,
- по-друге, його величина залежить не тільки від ринкового курсу, а й від кількості випущених акцій.

Формула для обчислення індексу S & P-500 виглядає таким чином:

$$I_{S\&P-500} = \frac{\sum_1^n P_i \cdot Q_i}{\sum_1^n P_{0i} \cdot Q_i} \cdot 10, \quad (6.2)$$

де P_i — поточна ціна акції i -ї компанії;

P_{0i} — ціна i -ї акції в базисному періоді;

Q_i — кількість акцій, випущена i -ою компанією.

Як базисні ціни взято середні ціни відповідних акцій за період 1941–1943 рр. Отримане значення множиться на 10.

Наприклад, якщо за результатами розрахунків значення індексу S & P-500 21 березня 2014 р. склало 1872,1 пункту, то це означає, що середня ринкова ціна акцій 500 компаній порівняно з періодом 1941–1943 рр. зросла в 187 разів.

Другий індекс, Standard & Poor's, обчислюється так само, але до розрахунку беруться акції 100 компаній — тих, за якими продаються опціони на Чиказькій біржі опціонів.

Ця компанія розраховує ще близько 90 галузевих індексів.

Які інші індекси існують у США. Крім розглянутих вище індексів у США використовується ціла низка інших. Індекс Нью-Йоркської фондової біржі обчислюється за всіма акціями, які котируються на цій біржі (близько 2300 компаній). Він являє собою середню (зважену за кількістю) ціну цих акцій. За основу взято значення індексу, рівне 50,00, на час закриття біржі 31 грудня 1965 р.

Серед інших американських індексів можна виокремити індекс Національної асоціації дилерів з цінних паперів (National Association of Securities Dealers Automated Quotation — NASDAQ), який розраховується аналогічно до індексу S & P-500. Уперше він був розрахований 8 лютого 1971 р. й прийнятий за 100 пунктів. До розрахунку індексу були включені акції 2500 компаній, які не відповідали вимогам Нью-Йоркської (NYSE) і Американської фондових бірж (AMEX). На цей час у системі NASDAQ торгуються акції близько 5000 емітентів, сукупна капіталізація яких складає понад 4 трлн дол. У NASDAQ розраховується також індекс NASDAQ-100, до розрахунку якого входять акції компаній високотехнологічних галузей.

Які основні індекси в інших розвинених країнах. У розвинених країнах для характеристики фондового ринку використовуються власні індекси. Так, у Великобританії з 1935 р. агентством “Financial Times” розраховується індекс FT-30 (FTSE-30) методом середнього геометричного (з добутку курсів акцій 30 компаній береться корінь 30-го ступеня). З 1984 р. розраховується індекс FTSE-100. Значення індексу з січня 1984 р. прийнято за 1000.

У Японії починаючи з 1950 р. розраховується індекс Nikkei-225, який включає акції, що котируються на Токійській фондовій біржі. Індекс розраховується методом середнього арифметичного.

Індекс DAX30 у Німеччині розраховується на основі цін 30 найбільших акцій на Франкфуртській біржі. За результатами

торгів в електронній системі розраховується індекс Xetra DAX, до якого включені ті ж самі акції. Оскільки електронні торги закінчуються пізніше, то ціни закриття можуть відрізнятись від біржових, отже, і значення цих двох індексів можуть не збігатися. Розраховуються також індекси DAX100 і сукупний індекс CDAХ320. Індекси сімейства DAX розраховуються аналогічно до індексу S & P-500.

У Франції основними індексами є CAC40 і CAC General250.

Яка роль індексів в угодах хеджування та спекуляціях. Як було зазначено вище, більшість ф'ючерсних угод закінчується не реальною передачею цінних паперів від продавця до покупця, а виплатою різниці в ціні на час виконання угоди. Тобто учасників угоди цікавлять не самі цінні папери, а зміна їх курсів. Ця обставина зумовила те, що віднедавна замість конкретних акцій в угодах почали використовувати біржові індекси. Угоди за ними укладаються як з метою спекуляції, так і хеджування.

Найбільш популярними в США є ф'ючерсні контракти з індексом S & P-500, які продаються на Чиказькій товарній біржі. Кожен пункт цього індексу «коштує» 50 дол. Тобто, якщо при укладанні в контракті зафіксована величина індексу в розмірі 1200 пунктів, то вартість контракту складає 60 000 дол. (50 x 1200). По суті, такий контракт є зобов'язанням на певну суму грошей. Для того щоб гарантувати його виконання сторонами, учасники угоди вносять гарантійні внески, розмір яких зазвичай складає 5–10 % від вартості контракту. Після укладення ф'ючерсного контракту і внесення маржі учасники угоди перестають бути контрагентами. Далі кожен з них має справу тільки з розрахунковою палатою біржі. Стороні, яка виграла, повертається маржа й виплачується сума виграшу з гарантійного внеску сторони, що програла. Якщо в наведеному вище прикладі при настанні терміну виконання контракту величина індексу складе понад 1200 пунктів, то виграє покупець, якщо менше 1200 пунктів — продавець.

Серед опціонних контрактів у США найбільшого поширення набули опціони на індекс S & P-500, S & P-100 та Нью-Йоркської

фондової біржі. Припустімо, що покупець придбав опціон на покупку індексу S&P-500 з терміном дії 3 місяці. Ціна опціону 2000 дол. Індекс S&P-500 на час покупки становив 1200 пунктів. Кожен пункт цього індексу, як було зазначено вище, коштує 50 дол. Отже, ціна виконання опціонного контракту складає 60 000 дол. (50 x 1200). Покупцеві, який придбав опціон на цей індекс, залишається тільки чекати. Припустімо, що до кінця терміну закінчення опціону індекс S&P-500 виріс до 1300 пунктів. Тобто вартість індексу зросла до 65 000 дол. (50 x 1300), або на 5000 дол. (65 000–60 000). У цьому разі покупець опціону реалізує своє право і продавець має виплатити йому різницю в розмірі 5000 дол. Однак, оскільки покупцеві опціон обійшовся в 2000 дол., то його виграш становить лише 3000 дол. (5000–2000). Якби величина індексу впала нижче 1200 пунктів, то власник опціону втратив би вартість останнього — 2000 дол.

Як здійснюється торгівля цінними паперами на позабіржовому ринку

Позабіржова торгівля цінними паперами характеризується тим, що угоди розподілені в часі та просторі. На цьому ринку продаються всі види цінних паперів — і допущені, і не допущені на біржу. Продавцями й покупцями на позабіржовому ринку є індивідуальні та інституціональні інвестори, які користуються допомогою посередників — брокерських фірм і комерційних банків, що виконують роль професіоналів ринку цінних паперів.

Угоди на позабіржовому ринку здійснюються на підставі особистих домовленостей учасників сторін (телефонних переговорів або електронного листування). Через це може статися значний розрив цін. Інколи також має місце надзвичайно високий розрив між цінами купівлі та продажу цінних паперів.

Незважаючи на те, що позабіржовий ринок ототожнюється з неорганізованим, або вуличним, ринком, тут можуть діяти свої організатори й виникати певні системи торгівлі, де угоди укладаються за відповідними правилами.

Хто такий організатор торгівлі на позабіржовому ринку.

Організатором торгівлі на позабіржовому ринку може бути:

- комерційна організація, створена у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю;
- некомерційна організація.

Організатор торгівлі встановлює певні правила торгівлі, порядок проведення торгових сесій, порядок укладення та виконання угод, форму звітності.

Торгова система являє собою сукупність обчислювальних засобів, баз даних, програмного забезпечення, телекомунікаційних засобів та іншого обладнання, яка забезпечує можливість підтримки, зберігання, обробки й розкриття інформації, необхідної для укладення та виконання угоди.

Часто в позабіржових торговельних системах значна роль відводиться маркет-мейкерам. Вони є учасниками торгівлі, які згідно з правилами торгівлі беруть на себе зобов'язання щодо підтримки котирувань цінних паперів.

Як відбувався розвиток торговельних систем позабіржового ринку в США. Позабіржова торгівля в США спочатку здійснювалася банками, які виступали як дилери, а інвестори купували й продавали цінні папери в банках «через прилавки» (over-the-counter — ОТС). Попри те, що з того часу спосіб укладання угод змінився, назва збереглася, і позабіржовий ринок називається ринком ОТС. На позабіржовому ринку обертаються насамперед цінні папери, не прийняті до котирувань на біржах. Проте можуть продаватися і лістингові цінні папери.

Позабіржовий ринок не пов'язаний з конкретною організацією. Його учасниками є оператори ринку — дилери і брокери. Кожен дилер, власне, виступає в ролі маркет-мейкера (створювача ринку) для тих чи тих цінних паперів, пропонуючи купити їх або продати за певною ціною. Курс попиту — це найвища ціна, за якою дилер купує акції, а курс пропозиції — найнижча ціна, за якою дилер готовий їх продати. Наприклад, дилер пропонує купити акції за ціною 40 дол. за штуку і продати їх

за 41,5 дол. За рахунок різниці між ціною продажу й покупки утворюється прибуток дилера. Отже, будь-який інвестор, який бажає купити або продати акції цієї компанії, може легко здійснити свої наміри. Однак кожен інвестор прагне продати або купити акції за «найкращою ціною»: найменшою при покупці й найбільшою при продажу. Для реалізації цієї мети йому необхідно зв'язатися з якомога більшою кількістю дилерів, що часом складно й забирає багато часу. Інвестор може дати таке доручення брокеру, якому потрібно буде сплатити комісійну винагороду.

На позабіржовому ринку обертається переважна більшість акцій. Наприклад, у США на біржовому ринку й у системі торгівлі NASDAQ — не більше 10 000 акцій, тоді як на позабіржовому ринку — сотні тисяч. Негативним є те, що за такою величезною кількістю акцій, що обертаються в системі позабіржового ринку, не встановлюється котирування. У разі їх продажу або покупки інвестор звертається до брокера, який зв'язується телефоном з дилерами або іншими брокерами, у яких є зустрічна заявка. Ціна на акції встановлюється в ході переговорів, а розрив цін від угоди до угоди може бути дуже високим. До того ж біржова інформація щодо обсягу угод і цін на акції доступна для всіх учасників ринку. На неорганізованому ж ринку учасники торгівлі не мають можливості отримувати такі відомості. Тому для того, щоб купити або продати цінні папери, не включені в систему NASDAQ, продавцям та покупцям доводиться звертатися до дилерів і брокерів.

Така ситуація негативно позначається на розвитку ринку й не влаштовує як інвесторів, так і професійних учасників ринку. Тому покупці й продавці на позабіржовому ринку починають створювати організації та об'єднання, учасники яких здійснюють операції за певними правилами. Тобто, по суті, формуються позабіржові торговельні системи, більшість з яких стає аналогом біржі.

Що таке NASDAQ та принципи, за якими вона працює.
Прикладом позабіржової торгової системи може служити амери-

канська система автоматичного котирування національної асоціації дилерів з цінних паперів — National Assotiation of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ). Вона являє собою автоматичну комунікаційну мережу, яка об'єднує брокерів і дилерів всієї країни, збирає та надає інформацію про операції з цінними паперами.

NASDAQ почала функціонувати 8 лютого 1971 року. Спочатку до котирування в цій системі були прийняті акції 2500 компаній, які не включалися в лістинг Нью-Йоркської та Американської фондових бірж. На цей час у лістинг NASDAQ включено понад 5000 акцій.

У системі NASDAQ можна виділити три рівні:

- 1) користувачі першого рівня — брокери, які виконують замовлення клієнтів. Вони отримують інформацію про найбільшу ціну покупки й найменшу ціну продажу цінних паперів, звіти про результати останніх торгів і зведення даних про ринок;
- 2) користувачі другого рівня мають можливість ознайомитися з поточними цінами всіх цінних паперів та іменами дилерів, які їх пропонують. Це дає змогу брокерам відразу відправити заявку дилеру, який пропонує найкращі ціни. У разі відсутності такої системи знайти вигідну ціну було б надзвичайно складно. Адже брокер мав би переговорити з безліччю дилерів. Крім того, під час пошуків могла статися зміна ціни, і та, що вважалася найкращою, вже могла б не бути такою;
- 3) користувачі третього рівня — дилери, які є маркет-мейкерами. Вони оголошують ціни на покупку й продаж певних акцій із зобов'язанням здійснити операцію за оголошеною ціною не менше ніж за одну одиницю (100 акцій). Інформація про оголошені ціни потрапляє в центральний комп'ютер системи і стає доступною для інших користувачів.

Акції, що продаються в системі NASDAQ, поділяються на дві групи. Акції першої групи (приблизно 2900 акцій) торгуються найбільш активно, оскільки задовольняють певним вимогам і належать до Національної ринкової системи NASDAQ — National

Market System (NASDAQ / NMS). На них надається більше інформації, ніж на інші акції. Інформація за акціями з цього списку відстежується учасниками ринку, тому дані про них публікуються окремо від даних інших цінних паперів позабіржового обороту.

До другої групи (їх приблизно 2200) належать акції Small Cap Issues — NASDAQ Small Cap.

NASDAQ є системою для оголошення (котирування) цін, а укладення угоди відбувається зазвичай у процесі переговорів телефоном між брокером і дилером. Доручення на покупку й продаж акцій до 1000 штук виконуються через систему виконання дрібних доручень Small Order Execution System (SOES) без дзвінків. Згідно з нею дилер зобов'язаний купити або продати за оголошеною ціною зазначену ним кількість акцій.

У систему NASDAQ включена лише невелика частина акцій, у той час як в обігу перебуває кілька сотень тисяч акцій різних емітентів. Інформація про деякі акції, які не котируються, публікується в бюлетенях NASDAQ (щодня) або в так званих «рожевих аркушах» (pink sheets).

Крім системи автоматичного котирування NASDAQ, яка в США вважається другим ринком (на відміну від першого — біржового), прийнято виділяти третій і четвертий ринки.

Що таке третій і четвертий ринки у США. Які торгові системи їх обслуговують. Третім ринком (third market) є позабіржова торгівля цінними паперами, які котируються на американських біржах. Цей ринок обслуговує в основному великих інституційних інвесторів (взаємні й пенсійні фонди, страхові компанії). Посередники на третьому ринку — фірми, які не є членами фондових бірж. За свої послуги вони стягують комісійні за нижчими ставками, ніж при угодах на біржі. Завдяки цьому інституційні інвестори знижують свої операційні витрати. Третій ринок має ще одну перевагу — угоди з цінними паперами тривають навіть тоді, коли торгівля на біржі зупинена. Третій ринок за обсягом обороту, звичайно, не може конкурувати з біржовим

ринком або з ринком у системі NASDAQ, але оборот акцій тут все ж значний — його обсяг у середньому за день становить близько 25 млн акцій.

Четвертий ринок — ринок для інституціональних інвесторів. Укладення угоди на ньому здійснюється з використанням електронної системи торгівлі акціями Institutional Network Corporation (Instinet). Учасник цієї системи надсилає заявку із зазначенням граничної ціни в центральний комп'ютер, де з нею ознайомлюються інші користувачі. За наявності інтересу вони сигналізують про свої наміри укласти угоду. Якщо у файлі є дві зустрічні пропозиції, параметри яких збігаються, відбувається автоматична реєстрація угоди.

Система може бути використана також для пошуку партнерів, щоб далі провести з ними переговори телефоном. За допомогою системи Instinet інвестори можуть укладати угоди одне з одним, сплачуючи при цьому невеликі комісійні (значно менші, ніж комісійна винагорода брокеру). Так, комісійні складають від 1 до 2 центів за акцію, у той час як брокерські фірми стягують від 3 до 12 центів.

З 1987 р. на четвертому ринку почали функціонувати дві системи одночасного продажу й покупки цінних паперів — POSIT і Crossing Network.

У системі Crossing Network проводиться одна торгова сесія в кінці операційного дня, а угоди оформляються за ринковими цінами на час закриття сесії (на біржі або на позабіржовому ринку). У системі POSIT проводяться дві сесії вранці й дві після полудня, а ціни встановлюються на основі ринкових курсів на час проведення сесії (на біржі або на позабіржовому ринку).

Обсяг торгівлі в названих системах незначний — приблизно втричі менше торгового обороту третього ринку. Проте вони мають певні перспективи, оскільки містять низку переваг порівняно з іншими системами торгівлі, а саме:

- 1) учасники подають заявки на продаж і покупки акцій анонімно, контрагенти за укладеними угодами невідомі одне одному,

що дає змогу уникнути будь-яких негативних дій одних учасників проти інших;

- 2) у цій системі укладаються угоди не тільки з окремими акціями, а й з цілими портфелями цінних паперів;
- 3) відбувається значна економія на комісійних витратах, що дає змогу інституціональним інвесторам постійно вдосконалювати структуру своїх портфелів цінних паперів;
- 4) інформація про результати торгів доступна для всіх користувачів системи.

ТЕМА 7

КОМЕРЦІЙНІ БАНКИ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Яка мета операцій банків з цінними паперами

З появою і поширенням в Україні цінних паперів вже з початку 1990-х років активними учасниками ринку цінних паперів стають комерційні банки. Можливість їх участі на ринку цінних паперів було визначено Законом Української РСР «Про банки і банківську діяльність» від 20 березня 1991 р. Згідно з цим документом, банкам дозволялося випускати, купувати, продавати, зберігати та здійснювати інші операції з цінними паперами. Здійснення банками операцій з цінними паперами розширює їх можливості щодо організації кредитних відносин. Цінні папери, маючи такі властивості, як стандартність і серійність, активно обертаються на фінансових ринках й інколи є для комерційних банків більш привабливими інструментами, ніж позики та депозити.

Банки, здійснюючи операції з цінними паперами, мають на меті таке:

- підтримання резервів ліквідних засобів;
- отримання доходу протягом тривалого періоду;
- придбання цінних паперів з метою їх подальшого перепродажу (спекулятивні операції);
- кредитування суб'єктів господарювання;
- придбання пакетів акцій з метою участі в капіталі інших підприємств;
- залучення коштів шляхом випуску власних цінних паперів;
- виконання доручень клієнтів.

Здійснюючи операції з цінними паперами, банки виступають в ролі або емітентів, або інвесторів, або кредиторів, або посередників на ринку цінних паперів.

Які цінні папери та з якою метою емітують банки

Цінні папери є для емітентів зручним інструментом для залучення додаткових ресурсів. Випуск цінних паперів має переваги над депозитами, адже залучені банком кошти не будуть затребувані раніше терміну. Таким чином банк може краще планувати свої активні операції, у тому числі займатися довгостроковим кредитуванням. Найбільш поширеними видами короткострокових цінних паперів, які емітують банки, є банківські векселі. Крім того, банкам надано право випускати депозитні та ощадні сертифікати. Банки можуть поповнювати свою ресурсну базу й за рахунок випуску облігацій, а акціонерні банки — збільшувати власний капітал.

Обсяги випуску банківських векселів залежать від власного капіталу банку, а при вексельному кредитуванні банки зобов'язані резервувати кошти в Центральному банку. Здійснюючи випуск власних векселів, комерційний банк може виступати як:

- векселедавець простого векселя;
- акцептант переказного векселя;
- векселедавець й акцептант переказного векселя одночасно;
- векселедавець переказного векселя, який заборонено їм пред'являти до акцепту;
- векселедавець неакцептованого переказного векселя.

На відміну від всіх інших організацій банки мають право випускати такі види цінних паперів, як депозитні та ощадні сертифікати. Депозитний сертифікат або ощадний сертифікат — це письмове свідоцтво банку-емітента про внесок грошових коштів, що засвідчує право вкладника або його правонаступника на отримання після закінчення встановленого строку суми депозиту (вкладу) та відсотків за ним.

Шляхом випуску облігацій банки можуть залучати кошти на більш тривалий термін, ніж при випуску векселів або сертифікатів.

Щодо випуску акцій акціонерними банками, то слід зазначити, що основна частина статутного капіталу українських банків формується за рахунок стратегічних інвесторів. Лише дуже незначна кількість банків використовує практику збільшення статутного капіталу за рахунок розміщення акцій серед необмеженого кола інвесторів. Окрім того, останніми роками невеликий інтерес до банківських акцій і з боку портфельних інвесторів, оскільки банківська сфера не розглядається вже як найприбутковіша й динамічна. Існують також і технічні труднощі, які обмежують розвиток ринку банківських акцій.

У чому полягають операції банків з обліку векселів. Векселедержатель передає видані різними векседавцями векселі банку за індосаментом до настання терміну платежу й отримує вексельну суму за вирахуванням дисконту (відсотка за чинною обліковою ставкою). Фактично це можна розглядати як отримання кредиту від банку (рис. 1).

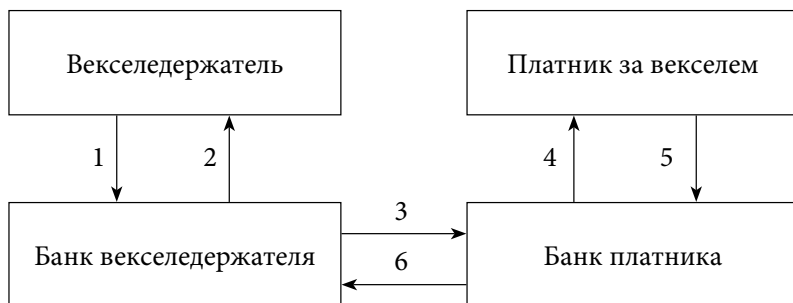


Рис. 1. Операції з обліку векселів:

- 1) векселедержатель передає вексель у банк за індосаментом;
- 2) банк виплачує вексельну суму;
- 3) банк векселедержателя пересилає вексель у банк платника;
- 4) банк платника пред'являє вексель до оплати у вказаний термін платежу;
- 5) платник векселя дає згоду на оплату векселя;
- 6) банк платника перераховує кошти банку векселедержателя.

Операції з обліку (дисконтування) векселів не тягнуть за собою збільшення маси грошових коштів за умови, що враховуються не фіктивні, а комерційні або фінансові векселі. Ці операції, по суті, означають, що відбувається трансформація комерційного кредиту в банківський. Банк, здійснюючи облік векселя, фактично купує грошове боргове зобов'язання (вексель) до настання терміну платежу й стає кредитором особи, яка зобов'язана зробити платіж за векселем. Пред'явник векселя отримує від банку вексельну суму до настання терміну платежу за вирахуванням облікового відсотка й позбавляється від турбот щодо повернення банку отриманої суми, оскільки останній одержує вексельну суму безпосередньо від векселедавця або акцептанта.

Векселедержатель передає вексель до обліку за допомогою бланкового індосаменту. Банк проставляє в векселі своє ім'я, і бланковий напис стає іменним. Це робиться для того, щоб запобігти використанню векселя в чужих інтересах в разі його викрадення або втрати.

Які особливості банківських позик під заставу векселів.

Видача позики під заставу векселів суттєво відрізняється від операції з обліку векселів, а саме:

- 1) при обліку векселя відбувається видача банком всієї грошової суми (за вирахуванням відсотків); при погашенні векселя в банк надходить вся грошова сума. Позика ж під заставу векселя може видаватися і погашатися частинами, в міру здійснення платежів клієнтом і надходження коштів на його рахунок;
- 2) облік векселя означає, що банк купує вексель і стає його власником; при видачі позики вексель не перевідступається банку, а передається йому тимчасово як застава. Банк не стає векселедержателем. Клієнт втрачає право на отримання вексельної суми тільки в разі неповернення позики банку;
- 3) відсотки за облік векселів стягуються одночасно з усієї вексельної суми, виходячи зі строку векселя; за позичковим рахунком проценти нараховуються в міру того, як видається кредит. Однак слід мати на увазі, що облікові відсотки нижче ставки відсотка за банківськими кредитами;

4) при кредитуванні під заставу вексельні суми проходять за позабалансовими рахунками й у загальному балансі не відбиваються. При операціях з обліку векселів вексельні суми відображаються в загальному балансі банку.

Позики під заставу векселів сприяють прискоренню кругообігу грошових коштів і розширенню діяльності клієнтів банку.

Операція позики під заставу векселів здійснюється таким чином (рис. 2).

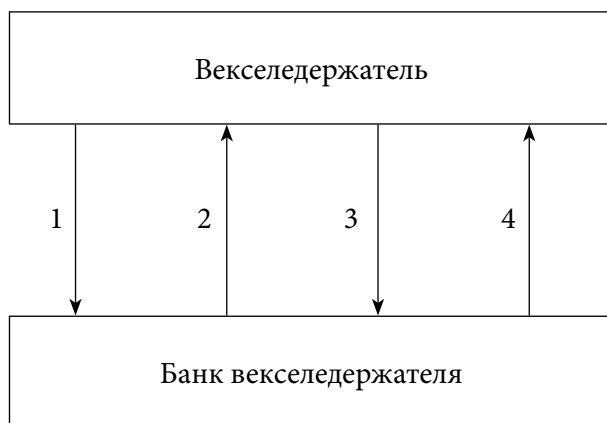


Рис. 2. Позика під заставу векселя:

- 1) векселедержатель передає вексель у банк;
- 2) банк надає позику під заставу векселя;
- 3) позичальник повертає кредит;
- 4) банк повертає вексель.

Що таке вексельний кредит, його особливості. Банк відкриває кредит клієнтам, які отримують відстрочку платежу від своїх постачальників, оформлюючи її випискою векселів.

Векселі, які передаються постачальникам, виписуються під цей кредит. Постачальники, отримавши векселі, подають їх у банк, де відкрито вексельний кредит. За рахунок цього кредиту й відбувається оплата векселів.

Взаємовідносини сторін при вексельному кредиті наведено на рис. 3.

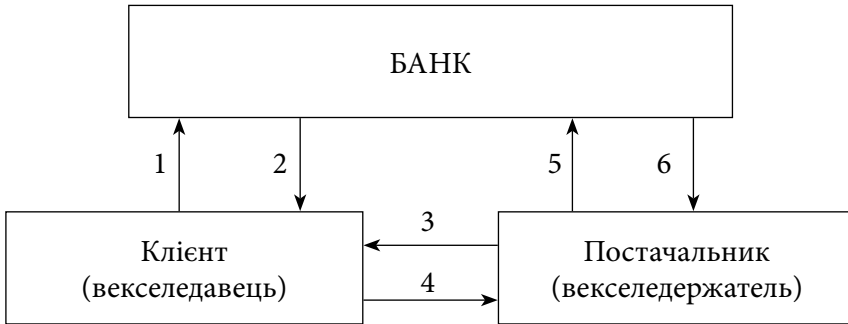


Рис. 3. Вексельний кредит:

- 1) клієнт звертається в банк по кредит;
- 2) банк відкриває клієнту вексельний кредит;
- 3) постачальник поставляє товар;
- 4) товар оплачується векселем;
- 5) постачальник пред'являє вексель у банк при настанні терміну платежу;
- 6) банк оплачує вексель.

У чому полягають форфейтингові операції з вексями. Форфейтування, власне, є формою трансформації комерційного кредиту в банківський. Банк купує в експортера комерційний вексель, акцептований імпортером, без обороту на продавця. На відміну від операції з обліку векселів покупець-форфейтор відмовляється від права регресу до продавця. Всі ризики, пов'язані з оплатою векселя, повністю переходять до форфейтора. Вексель передається форфейтору шляхом індосаменту із застереженням «без обороту на мене». При настанні строку платежу вексель передається боржникові від імені форфейтера. Таким чином, постачальники-експортери отримують відшкодування вартості відвантажених товарів (за мінусом облікової ставки), не чекаючи настання строків платежу за виданими імпортером вексями й звільняються від необхідності відстежувати строки платежів.

Схема дій при форфейтингових операціях аналогічна наведеній на *рис. 1*.

Банк окрім названих вище операцій з вексями, коли він виступає як кредитор, може здійснювати комісійні операції з вексями. До таких належать інкасування та доміциляція векселів.

Що таке інкасування векселів. Инкасування векселів банком — це виконання доручень клієнтів щодо отримання платежів при настанні терміну платежу. У цьому разі на векселі робиться перепоручительний напис на ім'я банку — інкасовий індосамент типу «валюта на інкасо», «платити за наказом банку» тощо. Приймавши вексель на інкасо, банк зобов'язаний переслати його в банк платника й сповістити останнього про це повідомленням щодо прийняття векселя на інкасо. Роль банку зводиться до ролі комісiонера. Банк діє від свого імені, але за рахунок і в інтересах клієнта (комітента), отримуючи з комітента певну винагороду, розмір якої встановлюється банком самостійно.

Схема дій при інкасуванні векселів наведена на *рис. 4*.

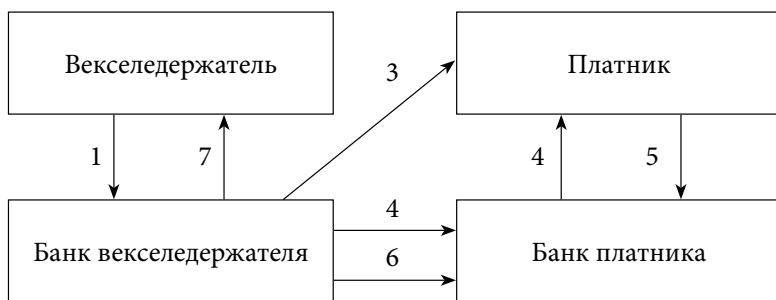


Рис. 4. Инкасування векселів:

- 1) векселедержатель (комітент) передає вексель банку на інкасо;
- 2) банк векселедержателя пересилає вексель на інкасо в банк платника;
- 3) одночасно банк векселедержателя надсилає платнику повідомлення про прийняття векселя на інкасо;
- 4) банк платника пред'являє вексель платникові;
- 5) платник дає згоду на оплату векселя;
- 6) банк платника переказує гроші в банк векселедержателя;
- 7) векселедержатель отримує повідомлення про надходження грошей на його рахунок.

Що таке доміциляція векселів. На умовах коміонера банк може діяти й в операціях з доміциляції векселів. Доміциляція векселів — це призначення платником за векселем будь-якої третьої особи. Зазвичай платником призначається банк. У цьому разі банк, на відміну від операції інкасо, є не одержувачем, а платником. Банк бере на себе зобов'язання оплатити вексель у встановлений термін за умови, що на рахунок платника є необхідні для оплати кошти.

Взаємовідносини сторін при доміциляції векселів наведено на *рис. 5*.

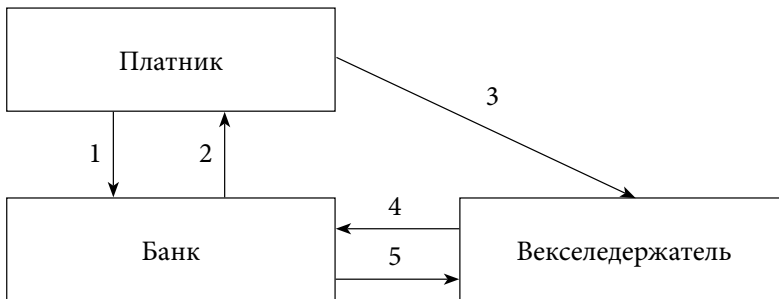


Рис. 5. Доміциляція векселів:

- 1) платник звертається в банк з приводу оплати векселя;
- 2) банк дає згоду на оплату векселя;
- 3) платник повідомляє векселедержателя про місце оплати;
- 4) векселедержатель пред'являє вексель у банк;
- 5) банк зараховує гроші на рахунок векселедержателя або перераховує гроші в банк векселедержателя.

Що таке операції РЕПО

Банк може надавати позику під заставу не тільки векселів, а й інших цінних паперів. Різновидом такого роду кредиту є операції з купівлі цінних паперів з умовою їх зворотного викупу, або операції РЕПО. Зазвичай такі операції застосовуються для короткострокового кредитування у разі, якщо підприємство має цінні папери, але не бажає їх продавати, проте йому потріб-

ні кошти на короткий термін. Банк купує цінні папери клієнта за ціною трохи нижче ринкової і потім продає їх тому ж клієнтові за ціною вище покупної. Купуючи цінні папери за ціною нижче ринкової, банк страхує себе від можливої несприятливої зміни відсоткових ставок, коли він може зазнати збитків при неспроможності клієнта викупити цінні папери назад. Таким чином, клієнт отримує грошові кошти, ніби він отримав кредит, а банк зводить до мінімуму кредитний ризик.

Яка роль цінних паперів у підтримці ліквідності банку

Банки обслуговують платіжний оборот багатьох підприємств як нефінансового, так і фінансового сектора й неминує стикаються з небажаними перепадами, такими як припливи й відтоки грошових коштів. У якийсь період приплив грошей може перевищувати відтік, потім ситуація може змінитися. Якщо у банку бракуватиме ліквідних коштів і він не зможе здійснити виплати своїм клієнтам, то відразу виникає проблема довіри до банку, що може призвести до серйозних наслідків.

Крім обслуговування банками платіжного обороту іншою найважливішою їх функцією є кредитування суб'єктів господарювання. Попит на кредитні ресурси схильний до значних коливань. У періоди підйому економіки попит зростає. Для того, щоб задовольнити потреби клієнтів у кредиті, банки повинні мати певний запас ліквідних коштів.

Будь-яка, навіть короткочасна, затримка виконання банком своїх зобов'язань може спровокувати масове вилучення коштів вкладниками, тому банку необхідно постійно підтримувати свою ліквідність на належному рівні. Найбільш простий і надійний спосіб забезпечити високий рівень ліквідності — мати достатні кошти на кореспондентських рахунках і в касі, що могли б покрити пікові коливання попиту на гроші. Однак цей спосіб є найдорожчим, тому що ресурси, по суті, заморожуються і перестають приносити прибуток, у той час як за залучені вклади банк зобов'язаний виплачувати відсотки.

Проблема може бути вирішена шляхом знаходження способів розміщення грошових коштів, які б давали можливість швидкого їх повернення в разі потреби. Такі можливості надає ринок цінних паперів. Тут є достатня кількість інструментів, які можуть бути резервом ліквідності для банків. Цей резерв зазвичай вважається вторинним на відміну від первинного, який складають готівкові гроші в касі та на кореспондентських рахунках.

Які цінні папери можуть використовуватися банками для підтримки ліквідності. Цінні папери які можуть застосовуватися для створення такого резерву повинні мати низку властивостей: по-перше, бути високоліквідними, щоб їх можна було легко й швидко реалізувати; по-друге, мати незначний ступінь ризику; по-третє, коливання цін на такі папери повинні бути мінімальними, щоб їх можна було продати в будь-який момент без збитку. У деяких країнах законодавчо встановлені певні вимоги до якості цінних паперів, що використовуються для формування банківського інвестиційного портфеля. Наприклад, у Великій Британії частка високоліквідних паперів щодо загальної величини інвестиційних активів має складати 28–32%. Такі вимоги до ліквідності інвестиційного портфеля характерні й для інших країн Британської співдружності. Оскільки найбільш ліквідними є державні цінні папери, то банки змушені значну частку вкладень у цінні папери спрямовувати на покупку державних облігацій.

Крім ліквідності велике значення має і прибутковість цінних паперів, з яких складається портфель. За однакового рівня ліквідності інвестори віддаватимуть перевагу більш прибутковим паперам. Однак відомо, що більш прибуткові цінні папери зазвичай мають вищий ступінь ризику, тож далеко не всі банки купуватимуть цінні папери з високою прибутковістю і високим ступенем ризику. Тому в інвестиційний банківський портфель зазвичай включаються і довгострокові цінні папери. Найбільшою мірою необхідними характеристиками володіють державні боргові цінні папери, що мають короткий строк погашення. При рівні відсоткових ставок 4–6% річних таким строком, що гарантує беззбитковий продаж, вважається термін погашення в межах одного

року. При більш високому рівні відсоткових ставок термін дії таких паперів має бути скорочений. Крім державних короткострокових цінних паперів до резерву ліквідності в невеликих обсягах можуть включатися також короткострокові боргові зобов'язання найбільш надійних банків і корпорацій.

Яка мета довгострокових інвестицій банків у цінні папери

Головною метою банківських інвестицій у цінні папери, що здійснюються на тривалий період часу, є отримання стабільного, не схильного до кредитного ризику доходу. Інвестиційні цінні папери мають приносити більш високий дохід, ніж цінні папери, які використовуються як резерв ліквідності. Хоча цей дохід є нижчим порівняно з позиковими операціями банків, останні лишаються задоволені ним, оскільки інвестиційні цінні папери диверсифікують портфель банківських активів і є своєрідним буфером між малоприбутковими короткостроковими цінними паперами (інструментами вторинного резерву ліквідності) і високоприбутковими, але схильними до серйозних кредитних ризиків позиками.

Завдання інвестиційного портфеля полягає в тому, щоб окупити витрати за залученими вкладками і забезпечити невелику (близько одного процентного пункту) маржу. Якщо позики схильні до ризику неплатежу в призначений термін і мають властивість то збільшуватися, то зменшуватися залежно від економічної кон'юнктури і приносити або високий, або низький дохід, то інвестиційні папери дають гарантований стабільний дохід, зменшуючи коливання доходів.

Що таке процентний ризик, як ним керувати

Основний ризик при інвестуванні в довгострокові цінні папери — це ризик несприятливої зміни процентних ставок (процентний ризик). Так, наприклад, якщо процентні ставки під-

вищатся з 4 до 6%, то ціна на облігації з терміном погашення 30 років впаде на 43%. Найбільш простий спосіб зменшення процентних ризиків полягає в тому, щоб розподілити виділені для інвестування кошти в цінні папери з різними строками погашення.

Наприклад, якщо для інвестування вибрано горизонт в 5 років, то зі 100 грошових одиниць, призначених для інвестування, можна вкласти по 20 одиниць в папери зі строками погашення 1, 2, 3, 4 і 5 років. Прибуток, недоотриманий в роки, коли процентні ставки вищі, ніж у середньому за портфелем, може бути компенсований більш високим прибутком в ті роки, коли процентні ставки нижчі, ніж у середньому за портфелем. Процентний ризик при інвестуванні в цінні папери може бути знижений шляхом використання ф'ючерсних контрактів та опціонів.

Крім того, ризик зміни процентних ставок може бути знижений, якщо банк зробить правильні прогнози і вчинить відповідні дії. Так, якщо очікується зниження процентних ставок, то слід купити цінні папери, оскільки в подальшому вони можуть бути продані за вищою ціною і буде отриманий дохід за рахунок різниці в курсовій вартості паперів. Або ж ці папери можуть бути залишені в інвестиційному портфелі банку і приносять високий дохід. Якщо ж очікується підвищення процентних ставок (і, отже, зниження курсової вартості паперів), то банку слід продати довгострокові папери або протягом деякого часу тримати так звану «коротку» позицію, тобто укласти контракт на продаж цінних паперів, яких у нього немає, із зобов'язанням поставки цих паперів у майбутньому. Надалі, коли ціни на папери впадуть, банк купить їх за нижчою ціною і поставить за більш високим курсом, зафіксованим у контракті.

Які нормативні вимоги до інвестиційних операцій банків

Банки, формуючи інвестиційний портфель, переслідують свою мету й водночас зобов'язані дотримуватися певних вимог, встановлених чинними нормативно-правовими актами з ве-

дення інвестиційної діяльності банків, як-от: дотримання лімітів на інвестиційні операції, правил проведення та обліку цих операцій, правил формування резервів при операціях з цінними паперами.

Що мають на меті банки, інвестуючи в акції

Якщо інвестиції в державні цінні папери й короткострокові облигації мають на меті отримання стабільного та передбачуваного доходу, то інвестиції в акції крім мети одержання прибутку переслідують й інші цілі, а саме:

- встановлення контролю над перспективними підприємствами;
- придбання акцій найбільших підприємств для створення власного іміджу як серйозного інвестора;
- можливість подальшого перепродажу акцій за вищою ціною.

Чи є банки професійними учасниками ринку цінних паперів

Діяльність банків як учасників фондового ринку не відрізняється від інших професійних учасників ринку. Тут слід звернути увагу лише на те, що банки виконують важливу функцію щодо організації міжнародного обігу цінних паперів на основі випуску депозитарних розписок.

Депозитарні розписки, з одного боку, дають змогу фінансовим інститутам, яким вкладення в іноземні цінні папери заборонені, здійснювати їх, а з іншого, продавати емітентам цінні папери на міжнародних ринках за наявності обмеження на такий продаж. Банк, який має відділення в країні — емітента цінних паперів, — стає номінальним утримувачем цінних паперів і здійснює їх відповідальне зберігання (custody). Він випускає депозитарні розписки, які свідчать про те, що цінні папери перебувають в його депозитарії. Після цього депозитарною розпискою можна торгувати як цінним папером.

ТЕМА 8

ФІНАНСОВІ ПОСЕРЕДНИКИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО Й КОНТРАКТНОГО ТИПУ

Що таке інвестиційний банк

У країнах з ринковою економікою і розвиненим фондовим ринком досить широкого поширення набули інвестиційні банки, хоча в різних країнах вони можуть мати різні назви. У країнах Північної Америки інвестиційним банком називається установа, яка займається в основному організацією випуску цінних паперів на правах андерайтера, або посередника. Крім того, інвестиційні банки займаються інвестиційним консультуванням, підтримкою ринку під час нового випуску цінних паперів, виконують агентські функції на ринку цінних паперів і досить часто займаються організацією злиттів та поглинань компаній.

У Західній Європі під поняття північноамериканського інвестиційного банку потрапляють емісійні будинки, які займаються організацією випуску, розміщенням цінних паперів та підтримкою ринку на них. Ці операції також здійснюють торгові банки й акцентні будинки, які відрізняються від емісійних тим, що надають більш широкий спектр послуг (кредитування торгових операцій, фінансування інноваційних проєктів тощо).

Що таке інвестиційні фонди, їх види в США

Інвестиційні фонди — це організації, які акумулюють кошти індивідуальних інвесторів і вкладають їх у цінні папери, банківські рахунки та вклади. Акумуляція коштів здійснюється зазвичай шляхом продажу власних цінних паперів (акцій, паїв, сертифікатів), що випускаються фондом.

Вкладення в паї, акції та сертифікати інвестиційного фонду, по суті, являють собою придбання права власності на частку портфеля цінних паперів, який перебуває в професійному управлінні.

Найбільш поширені ці інститути в США, де вони називаються інвестиційними компаніями (investment company), або взаємними фондами (mutual fund), або фондами взаємних інвестицій.

Перший взаємний фонд у США з'явився в 1924 р. Проте активно вони стали розвиватися після Другої світової війни. На сьогодні в США налічується понад 8 тис. фондів, у яких бере участь понад 55 млн інвесторів, а їх активи перевищують 4 трлн дол.

У взаємні фонди здійснюють вкладення, як свідчить досвід, всі верстви населення, незалежно від рівня доходів та ознайомлення з фінансовим ринком. Концепція створення інвестиційного фонду заснована на дуже простій ідеї — процесом інвестування в цінні папери мають займатися професіонали. Інвестиційний, або взаємний, фонд — це організація, яка залучає капітал від багатьох вкладників, що мають схожі цілі й розміщують залучені кошти в різноманітні цінні папери. Інакше кажучи, інвестиційний фонд формує портфель цінних паперів, управляє ним і продає права власності на частки цього портфеля. Інвестори, купуючи частки (паї) портфеля цінних паперів, таким чином отримують доступ до їх найширшого набору, набору, який недоступний для кожного окремого інвестора. Доходи від інвестиційної діяльності фонду розподіляються пропорційно розподілу часток між учасниками фонду. Ідея інвестиційного фонду полягає в тому, щоб зменшити ризик вкладень у цінні папери шляхом їх спільної диверсифікації.

Які переваги та недоліки інвестиційних фондів

До переваг вкладання коштів в інвестиційні фонди належать такі:

- зниження ризику вкладень за рахунок широкої диверсифікації цінних паперів у портфелі;

- більш професійне керування інвестиціями менеджерами фонду порівняно з тим, як це здійснювали б самі інвестори;
- інвестори позбавлені необхідності постійно стежити за станом фондового ринку та приймати рішення;
- вкладення в інвестиційні фонди здійснити порівняно легко шляхом покупки акцій, сертифікатів або паїв фонду;
- інвестор може вибрати ту схему інвестування, яка відповідає його меті та інтересам.

Недоліки вкладень в інвестиційні фонди пов'язані з тим, що, по-перше, за професійні послуги ним стягується плата, незалежно від того, добре чи погано йдуть справи фонду, що зменшує дохід інвестора. По-друге, як свідчить світовий досвід, паї і акції багатьох фондів мають невисоку ліквідність — їх легко купити, але складно продати. По-третє, ці схеми не передбачають заздалегідь обов'язкових фіксованих виплат чи доходів. По-четверте, інвестори не позбавлені ризиків.

Які існують типи взаємних фондів

Взаємні фонди можуть бути створені як інвестиційні компанії відкритого та закритого типу. Зокрема, у США переважають фонди першого типу. На їх припадає понад 90 % усіх активів взаємних фондів.

У відкритому фонді інвестори купують акції прямо у фонду і йому ж продають їх у разі потреби. Таким чином, угод купівлі-продажу з акціями фонду між індивідуальними інвесторами не відбувається. Кількість акцій, яку може випустити такий фонд, не обмежена. Обмеженням є лише обсяг попиту з боку інвесторів. Якщо інвестори роблять замовлення на покупку акцій, то фонд здійснює новий випуск акцій.

Акції продаються і купуються фондами за розрахунковою вартістю — вартістю чистих активів на одну акцію. Вона визначається як сума ринкової вартості всіх цінних паперів фонду за вирахуванням усіх зобов'язань, поділена на число випуще-

них акцій фонду. Наприклад, якщо ринкова вартість акцій фонду на сьогодні становить 20,2 млн дол., фондом випущено 1 млн акцій, зобов'язання фонду складають 200 тис. дол., то розрахункова вартість акції дорівнюватиме 20 дол. $((20\ 200\ 000 - 200\ 000) / 1\ 000\ 000 = 20)$.

Інвестиційні фонди (компанії) закритого типу мають фіксоване число акцій і не займаються регулярним випуском нових акцій. Відмінність останніх від інших акціонерних товариств полягає в тому, що предметом їх діяльності є інвестиції в високоліквідні цінні папери. У США налічується близько 200 закритих інвестиційних фондів, активи яких складають приблизно 35 млрд дол.

Акції закритих фондів не викупуваються фондом, а продаються на вторинному (біржовому та позабіржовому) ринку, як і акції інших акціонерних товариств. Курс акцій таких фондів залежать не тільки від вартості чистих активів, а й від попиту та пропозиції. Тому акції можуть продаватися як з дисконтом, так і з премією щодо вартості чистих активів у розрахунку на одну акцію.

Що таке трастові інвестиційні фонди

Крім відкритих і закритих існують ще трастові інвестиційні фонди — це фонди, що створюються групою попечителів, які формують портфель цінних паперів, а потім продають паї участі в цьому портфелі індивідуальним вкладникам. Іноді такі фонди називають пайовими трастовими інвестиційними фондами.

Такий фонд являє собою пул або портфель цінних паперів, який просто зберігається за дорученням інвесторів на умовах трастової угоди. Такі портфелі складаються з державних, муніципальних та деяких корпоративних облігацій (найчастіше облігацій, забезпечених пулом заставних). Після того як фонд сформовано, а папери розміщено під опіку, зміни портфеля пов'язані виключно з тим, що деякі цінні папери погашаються або відзива-

ються достроково. Оскільки цінні папери, що містяться у портфелі, не призначені для продажу, прибуток фонду легко спрогнозувати.

Такі фонди мають певні переваги для інвесторів, оскільки дають змогу отримувати дохід кожен місяць з доходів, що надходять у пул за облігаціями. Слід зазначити, що ці доходи обмежені за строком дії — вони діятимуть до строку погашення облігацій, які містяться у портфелі.

Що таке інвестиційний фонд

Інвестиційний фонд, — відкрите акціонерне товариство, винятковим предметом діяльності якого є інвестування капіталу в цінні папери та інші об'єкти, передбачені законом. Найменування його має містити слова «акціонерний інвестиційний фонд» або «інвестиційний фонд». Інвестиційний фонд має право здійснювати свою діяльність тільки на підставі ліцензії і не має права займатися іншими видами підприємницької діяльності, окрім інвестиційної. Майно фонду поділяється на майно, призначене для інвестування (інвестиційні резерви), і майно, призначене для забезпечення діяльності органів управління, у співвідношенні, визначеному статутом фонду. Інвестиційні резерви (далі — активи фонду) мають бути передані в довірче управління керуючої компанії.

Інвестиційний фонд може реалізувати тільки іменні прості акції, при цьому закрита підписка на акції забороняється.

Що таке пайові інвестиційні фонди, їх типи

Пайовий інвестиційний фонд (ПІФ) — відокремлений майновий комплекс, що складається з майна, переданого в довірче управління компанії засновником (засновниками) довірчого управління з умовою об'єднання цього майна з майном інших установ довірчого управління, та майна, отриманого в процесі такого управління, частка в праві власності на яке

засвідчується цінним папером, що видається керуючою компанією. Пайовий інвестиційний фонд не є юридичною особою.

Керуюча компанія здійснює довірче управління ППФом, укладає угоди з майном від свого імені, вказуючи при цьому, що вона діє в порядку довірчого керуючого. Майно ППФу відокремлюється від майна керуючої компанії цього фонду й обліковується на окремому балансі.

Пайові інвестиційні фонди можуть бути *відкритими, інтервальними та закритими*.

Пайовий інвестиційний фонд є відкритим, якщо власник паю має право вимагати погашення паю в будь-який робочий день. В інтервальному фонді власник паю може вимагати погашення паю в терміни, встановлені правилами фонду. У закритому ППФі погашення інвестиційних паїв непередбачено до кінця дії фонду.

Термін дії договору довірчого управління ППФом не має перевищувати 15 років.

Що таке інвестиційний пай, особливості його обігу. Інвестиційний пай є іменним цінним папером, що засвідчує частку його власника в майні ППФу, право на отримання грошової компенсації при припиненні договору довірчого управління ППФом. Для відкритого фонду інвестиційний пай дає право вимагати погашення паю в будь-який робочий день, а для інтервального — у певні строки (через певний інтервал часу), передбачені правилами фонду. Для закритого ППФу інвестиційний пай дає право брати участь у загальних зборах власників інвестиційних паїв і право отримання доходу від довірчого управління майном, якщо це передбачено правилами фонду. Інвестиційний пай не має номінальної вартості. Дивіденди або відсотки на інвестиційні паї не виплачуються. Дохід, отриманий фондом від інвестування, реінвестується. Отже, зростає вартість майна фонду та інвестиційного паю. Права, засвідчені інвестиційним паєм, фіксуються в бездокументарній формі в реєстрі власників інвестиційних паїв і, якщо це передбачено правилами, на рахунках депозитарію, якому з цією метою в реєстрі відкриваються особові рахунки номінальних власни-

ків. Кількість інвестиційних паїв у відкритому й інтервальному фондах не обмежується, а в закритих — вказується в правилах управління фондом.

Інвестиційні паї вільно обертаються після закінченні формування ПФУ. Правила управління ПФОм мають бути зареєстровані в Єдиному державному реєстрі інститутів спільного інвестування (ЄДРІСІ).

Видача інвестиційних паїв здійснюється на підставі заявок на придбання. Погашення та обмін інвестиційних паїв відкритого та інтервального фондів (якщо такий передбачений) здійснюються на підставі заявок на погашення або обмін інвестиційних паїв.

Агентами з видачі, погашення та обміну інвестиційних паїв можуть бути тільки юридичні особи, які мають ліцензію на здійснення брокерської діяльності.

Які існують види пайових інвестиційних фондів за об'єктами інвестування. Залежно від об'єктів інвестування можна виділити такі види пайових інвестиційних фондів:

- грошового ринку;
- облігацій;
- акцій;
- змішаних інвестицій;
- фондів;
- нерухомості (за винятком відкритих та інтервальних ПФів);
- індексні фонди;
- особливо ризикових (венчурних) інвестицій (за винятком відкритих та інтервальних ПФів).

Як визначається вартість чистих активів фонду та паю. Вартість чистих активів акціонерного інвестиційного фонду або чистих активів пайового інвестиційного фонду визначається як різниця між вартістю активів фонду і величиною зобов'язань, які підлягають виконанню за рахунок зазначених активів, на час визначення вартості чистих активів.

Вартість одного інвестиційного паю визначається шляхом ділення вартості чистих активів фонду на кількість інвестиційних паїв, зазначених у реєстрі на дату розрахунку.

Управління інвестиційними фондами здійснюється керуючими компаніями, які створюються у формі відкритого або закритого акціонерного товариства чи товариства з обмеженою відповідальністю. Майно ПФУ відокремлюється від майна керуючої компанії, обліковується на окремому балансі й зберігається в спеціалізованому депозитарії. Останній не має права користуватися і розпоряджатися майном фонду. Спеціалізований депозитарій може бути створений у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю і мати відповідну ліцензію.

Що таке реєстр власників інвестиційних паїв. Реєстр власників інвестиційних паїв — це система записів про загальну кількість виданих і погашених паїв, власників інвестиційних паїв, номінальних утримувачів паїв, дроблення інвестиційних паїв, записів про придбання, обмін, передачу або погашення паїв. Ведення реєстру може здійснювати тільки юридична особа, яка має ліцензію на ведення реєстру власників інвестиційних паїв, або спеціалізований депозитарій цього пайового фонду.

Акціонерний інвестиційний фонд і керуюча компанія пайового фонду мають підлягати щорічній аудиторській перевірці. Об'єктами перевірки є: бухгалтерський облік, ведення обліку та складання звітності щодо майна, яке належить акціонерному фонду, і майна, що становить пайовий інвестиційний фонд.

Яка роль страхових компаній на ринку цінних паперів

Страхові компанії є одним із активних учасників ринку цінних паперів як найбільші інвестори. У США, наприклад, активи компаній зі страхування життя посідають четверту позицію після активів комерційних банків, взаємних фондів і недержавних пенсійних фондів та дорівнюють приблизно 80 % активів недержавних пенсійних фондів. Страхові компанії залучають кошти як на короткий, так і на довгий період часу й вкладають

отримані кошти (страхові резерви) в державні та муніципальні цінні папери, папери інших емітентів, банківські вклади та нерухомість.

Низька капіталізація страхових компаній призводить до фінансової нестійкості, перешкоджає розвитку довгострокового страхування життя, а отже, обмежує приплив на фінансовий ринок довгострокових ресурсів. На західних ринках страхові компанії отримують від операцій з довгострокового страхування життя понад 50 % від загального обсягу премій. Розвиток страхового ринку пов'язаний як з продажем страхових продуктів, так і з інвестиційною діяльністю страхових компаній. Розміщуючи страхові резерви, страхові компанії виступають як інституційні інвестори, тому одним із завдань державного регулювання є приведення правил інвестиційної діяльності страхових компаній до тих же принципів, що й для інших учасників спільного інвестування (інвестиційних фондів, пайових інвестиційних фондів). У західних країнах в інвестиційному портфелі страхових компаній основну частку складають державні та корпоративні облигації.

Яка роль недержавних пенсійних фондів на ринку цінних паперів

Недержавні пенсійні фонди (НПФ) у розвинених країнах є найважливішими спільними інвесторами, які залучають кошти індивідуальних вкладників і здійснюють інвестиції в цінні папери.

У багатьох країнах система державного пенсійного забезпечення доповнюється недержавною пенсійною системою, частка якої може сягати 50–60 % національного пенсійного забезпечення. Державне пенсійне страхування є обов'язковим для всіх громадян у працездатному віці й базується на принципі солідарності поколінь, а саме: сучасна генерація працюючих громадян забезпечує сьогоднішнє покоління пенсіонерів. Система недержавного пенсійного забезпечення ґрунтується на добровільному принципі, кожен працівник має власний пенсійний рахунок, на який

перераховуються внески від роботодавця або безпосередньо від самого працівника для майбутніх пенсійних виплат.

НПФ виконують дуже важливу соціальну функцію, допомагаючи подолати розрив між різким зниженням рівня доходів у пенсійному віці й необхідним для задоволення сформованих потреб рівнем витрат. Цей розрив може бути частково або цілком ліквідований за рахунок заощаджень громадян у період працездатного віку та інвестування цих коштів у фінансові й інші активи з метою отримання доходу в майбутньому.

Найбільший розвиток НПФ отримали в США. Вони почали виникати після Другої світової війни (їх активи в 1946 р. становили 7 млрд дол.). Надалі НПФ розвивалися настільки стрімко, що їх активи сьогодні складають близько 3 трлн дол. і лише трохи поступаються активам комерційних банків та взаємних фондів. НПФ стали потужною силою на фінансових ринках, особливо на ринку акцій. НПФ мають один із найбільш стабільних джерел коштів порівняно з іншими фінансовими посередниками.

Надходження коштів у НПФ здійснюється на контрактній основі за рахунок внесків роботодавців та самих працівників. Такі надходження є досить чітко прогнозованими. Крім того, передбачуваним є і відтік коштів із НПФ у формі пенсійних виплат. Тобто можна заздалегідь спрогнозувати обсяги й терміни виплат. Далі частина виплачуваних допомог особам, які досягли пенсійного віку, (або при настанні пенсійного випадку) здійснюється з поточних внесків до пенсійного фонду від майбутніх пенсіонерів. Тобто йдеться про те, що НПФ може тривалий час обходитися без ліквідації існуючих активів. Фонд має невелику потребу в ліквідних коштах. Горизонт часу НПФ є досить тривалим. НПФ може інвестувати кошти на 20–30 років, тому його більше цікавлять інструменти ринку капіталів. НПФ є найбільшими покупцями акцій. У США, наприклад, понад 50 % вкладень приватних пенсійних фондів припадає на акції, ще близько 20 % — на корпоративні облигації, тоді як частка вкладень у державні облигації не перевищує 15 %.

ТЕМА 9

РИЗИК ВКЛАДЕНЬ У ЦІННІ ПАПЕРИ

Що таке ризик цінного паперу

Вище була розглянута одна з найважливіших властивостей цінних паперів — їх прибутковість. Зрозуміло, що за інших рівних умов інвестори віддадуть перевагу вкладанню коштів у найбільш прибуткові цінні папери. Однак до сих пір ми не враховували ризик вкладень у різні види цінних паперів. Під ризиком розумітимемо ймовірність відхилення фактично отриманого результату від величини очікуваного доходу. Чим більше діапазон коливання можливих результатів, тим вище ризик. Інакше кажучи, чим більша ймовірність виникнення збитків, тим вище ризик. Своєю чергою, чим більший ризик вкладень, тим вищу прибутковість мають приносити такі інвестиції. Інвестори прагнуть до того, щоб мати найменший ризик при цьому рівні прибутковості активу або забезпечити максимальну прибутковість при певному рівні ризику.

Об'єктами інвестицій можуть бути як різні види підприємницької діяльності (виробництво, торгівля, транспорт, консалтинг, фінанси), так і вкладення в нерухомість, коштовності, цінні папери. Всі ці напрями схильні до певного ризику, причому його величина залежить від різних факторів. Всі джерела ризику деякою мірою пов'язані одне з одним, тому неможливо визначити ступінь ризику, що походить від кожного окремого джерела.

Що таке підприємницький ризик. Підприємницький ризик (business risk) — це ступінь невизначеності доходів від підприємницької діяльності. Під останньою розуміються будь-які види

діяльності, пов'язані з виробництвом і реалізацією товарів, наданням послуг (виробництво, торгівля, транспорт, банківські послуги, консалтинг тощо).

У будь-якій фірмі витрати можуть виявитися вищими, ніж передбачалось. У будь-якому виді діяльності можливі помилки працівників, збитки від крадіжки та псування майна, перебої в енергопостачанні, втрати інформації тощо. У банках, наприклад, це зломи комп'ютерних систем і нелегальні перекази грошей. Будь-яка фірма може зазнати збитків або навіть збанкрутувати, у результаті чого припинити сплачувати боргові зобов'язання і виплачувати дивіденди за акціями.

Підприємницький ризик пов'язаний з конкретним видом діяльності й залежить від цілої низки чинників, а саме:

- 1) попиту на продукцію або послуги. Чим стабільніший попит, тим нижчий підприємницький ризик;
- 2) стабільності цін на продукцію. Чим стабільніші ціни на продукцію фірми, тим менше вона наражається на ризик;
- 3) зміни цін на сировину та матеріальні ресурси. Чим більший ступінь невизначеності цін, тим вище ступінь підприємницького ризику;
- 4) можливостей фірми регулювати ціни на свою продукцію залежно від зміни витрат на ресурси. Чим більша така можливість, тим менше ступінь підприємницького ризику;
- 5) швидкості старіння продукції. Наприклад, інвестиції в компанії, що займаються електро-, газо-, водопостачанням, є менш ризикованими, ніж інвестиції в виробництво нових видів виробів, таких як електроніка, фармакологія;
- 6) частки постійних витрат у складі витрат фірми. Чим вища ця частка, тим вище ступінь підприємницького ризику, оскільки навіть незначне зниження обсягу реалізації може призвести до істотного зниження доходів фірми. Дія цього фактору особливо гостро проявляється на підприємствах капіталомістких і наукомістких галузей.

Що таке кредитний і фінансовий ризики. Кредитний ризик (ризик неплатежу, або невиконання зобов'язань (default risk), —

це ймовірність втрат вкладень у цінні папери, пов'язана з тим, що емітент, який випустив цінні папери, може виявитися неплатоспроможним. Тобто не зможе виплачувати відсотки й основну суму боргу за борговими зобов'язаннями, дивіденди за акціями, в результаті чого цінні папери знеціняться і не принесуть очікуваного доходу. Якщо позичальник виявляється неплатоспроможним, то для підприємств дебіторська заборгованість може бути не погашена, а банкам можуть бути не повернені кредити. Прийнято вважати, що державні облігації є безризиковими інструментами.

Фінансовий ризик (financial risk) — це ступінь невизначеності, пов'язаний із залученням позикових коштів. Чим більша частка позикових коштів у фірми, тим вище ризик вкладень у неї. У якийсь момент фірма може мати труднощі з виплатою відсотків за облігаціями, погашенням основної суми боргу та виплатою дивідендів за акціями.

Що таке ризик купівельної спроможності й валютний ризик. Ризик, пов'язаний з інфляцією, або ризик купівельної спроможності (purchasing power risk). У період інфляції загальний рівень цін зростає, а це означає, що купівельна спроможність грошової одиниці падає. У такій ситуації зазнають втрат власники облігацій та привілейованих акцій, які мають фіксовані доходи (проценти й дивіденди). Тому найкращими інвестиційними інструментами є ті, чий вартості або доходи рухаються в одному напрямі із загальним рівнем цін. Такими є облігації з плаваючою процентною ставкою, звичайні акції, нерухомість.

Валютний ризик (exchange rate risk) пов'язаний з несприятливою зміною курсу іноземної та національної валюти. Так, вкладення в іноземні облігації можуть принести менший прибуток, якщо сталася девальвація цієї валюти.

Що таке процентний ризик. Процентний ризик (interest rate risk) пов'язаний зі зміною рівня процентних ставок. Із ростом останніх падають курси цінних паперів з фіксованим доходом. Зменшення процентних ставок призводить до зростання курсів таких паперів. Відбувається це тому, що цінний папір має прино-

сити такий же рівень доходу, як і недавно випущені цінні папери при існуючій ставці відсотка. На цей ризик наражаються не тільки цінні папери з фіксованою ставкою відсотка, а й інші інвестиційні інструменти, у тому числі звичайні акції та майнові вкладення. Загальна залежність тут така: чим вища процентна ставка, тим нижче курс акцій або вартість майна, і, навпаки, при зниженні процентних ставок відбувається зростання курсової вартості акцій і нерухомості, яка приносить дохід.

Що таке ризик ліквідності. Ризик ліквідності (liquidity risk) пов'язаний з неможливістю продати інвестиційний інструмент у потрібний момент за відповідною ціною. Хоча вкладення в цінні папери означають, що інвестор вкладає гроші на якийсь (іноді досить значний) час, проте через певні обставини йому несподівано можуть знадобитися кошти й він спробує реалізувати цінні папери раніше закінчення терміну їх дії. У цьому разі важливим фактором для інвестора є можливість перетворити цінні папери на гроші, тобто ліквідність цінних паперів. Серед боргових паперів цінні папери держави є найбільш ліквідними. Муніципальні облігації мають значно обмеженіший вторинний ринок. Щодо корпоративних цінних паперів (акцій і облігацій), то їх ліквідність варіюється дуже широко. Акції та облігації великих компаній, які мають високий кредитний рейтинг і котируються на фондових біржах, є досить ліквідними.

Що таке ринковий ризик. Ринковий ризик (market risk) викликається дією факторів, які позначаються на всіх видах вкладень, хоча цей вплив є неоднаковим на різні інвестиції. Прибутковість і вартість вкладень змінюється під впливом політичних та суспільних подій, економічної ситуації, змін у смаках і структурі споживання інвесторів, у їхньому ставленні до якості життя. Напрямок та ступінь цих коливань неоднаково позначається на об'єктах інвестування, їх вартості та доходності. Наприклад, навіть інвестиції в нерухомість, незважаючи на те, що вони наражаються на менший вплив ринкових факторів, можуть втратити привабливість інвесторів внаслідок підвищення вимог до якості житла, місця розташування тощо. У результаті їх вартість і при-

бутковість знизяться. Особливо сильний вплив на курс акцій мають різні політичні й економічні фактори. Ринковий ризик призводить до того, що курси цінних паперів відчувають постійні коливання і доходи інвесторів можуть виявитися нижче очікуваного рівня. У цьому разі збитки можуть бути неоднаковими щодо різних цінних паперів.

Що таке випадковий ризик. Випадковий ризик (event risk) пов'язаний з несподіваною подією, яка зазвичай неодмінно впливає на вартість та прибутковість інвестицій. Зокрема, поглинання або викуп компанії за рахунок позикового капіталу може призвести до падіння курсів цінних паперів. Випадкові події можуть викликати як зниження, так і зростання курсу цінних паперів. Як випадковий є ризик, викликаний форс-мажорними обставинами, або обставинами непереборної сили (стихійне лихо, революція, військові дії тощо). При настанні таких випадків одна зі сторін може не виконати умов угоди, але при цьому вона звільняється від відповідальності. Інша сторона в результаті може зазнати збитків.

Що таке галузевий ризик. Галузевий ризик (branch risk) пов'язаний з тим, що зміни, які відбуваються в політичному, економічному та суспільному житті по-різному позначаються на розвитку окремих галузей. Наприклад, загальний спад в економіці може бути більше або менше, ніж в окремій галузі. Може трапитися і так, що спад у всій економіці супроводжуватиметься зростанням виробництва в якійсь окремій галузі. І навпаки, окрема галузь може відчувати спад, незважаючи на підйом економіки країни. Отже, інвестиції в цінні папери, і перш за все в акції, будуть схильні до галузевого ризику. Погіршення фінансового становища емітентів депресивних галузей впливатиме не тільки на курс акцій, а й торгових паперів.

Що таке ризик країни. В умовах міжнародного переплетення капіталів і можливості здійснювати інвестиції не тільки у своїй країні, а й за кордоном інвестори наражатимуться на ризик країни. Ризик країни (country risk) — це ступінь невизначеності (або можливість втрат), пов'язаний з особливостями функціонуван-

ня капіталу в тій чи тій країні. Справа в тім, що на умови ведення бізнесу впливають суспільно-політичні, правові та економічні чинники. У різних країнах — різні політичні режими, різний державний устрій, існує відмінність у релігіях, ступені вирішення етнічних проблем. Неоднаковий рівень розробки законодавчої та нормативної бази, свободи підприємництва й державного регулювання економіки. Різна інфляція, величина зовнішнього боргу, неоднакові запаси іноземної валюти, різний податковий режим, темпи зростання ВВП. Ризик залежить і від криміногенної ситуації в країні, наявності (або відсутності) військових дій, релігійних розбіжностей, розвитку бюрократії. Всі ці обставини в їх сукупності й зумовлюють неоднакову можливість втрат при здійсненні інвестицій у різних країнах.

Що таке інвестиційний ризик. Ризик, як було зазначено вище, пов'язаний з можливістю настання певних несприятливих подій, які можуть призвести до втрат або збитків. Якщо ви граєть у казино або на скачках, то ризикуєте власними грошима. Якщо ви купуєте спекулятивні акції (а реально — будь-які акції), то також ризикуєте отримати менший прибуток, ніж припускали. У всіх перелічених випадках ви ризикуєте, але сподіваєтесь, що при вдалому збігу обставин отримаєте значну вигоду.

З метою ілюстрації ризикованості фінансових вкладень припустімо, що інвестор купує тримісячні короткострокові державні облигації на суму 1000 дол. за ціною 980 дол. зі строком погашення через 3 місяці за номіналом 1000 дол. У цьому разі норма прибутку (або прибутковість) інвестицій може бути визначена абсолютно точно й вони вважаються безризиковими. Інша справа, якщо інвестор купує на суму 1000 дол. акцій компанії, створеної для геологорозвідувальних робіт з вишукування корисних копалин (наприклад, нафти). Віддача від цих інвестицій не може бути оцінена точно. Звичайно, можна проаналізувати ситуацію та дійти висновку про те, що очікувана норма прибутку (у статистичному сенсі) може скласти 25%. Проте інвестор має усвідомлювати, що справжня норма прибутку може коливатися, наприклад, від + 500% до - 100%, тобто, якщо нафта не буде знайдена, то ін-

вестор втратить всі вкладені кошти. Оскільки є небезпека отримати менше прибутку, ніж це очікувано, то такі акції слід визначити як ризикові.

Таким чином, інвестиційний ризик полягає в тому, що існує ймовірність отримати прибуток менше очікуваного. Чим більша можливість низького або негативного прибутку, тим ризикованішими є ці інвестиції.

Як визначити ризик акції, якщо відома ймовірність розподілу. Які особливості нормального розподілу

Ймовірність події можна визначити як шанс того, що вона станеться. Якщо встановлені всі можливі результати і визначена ймовірність кожної події, то отримуємо ймовірність розподілу досліджуваного явища.

Якщо інвестор придбав акції, то він розраховує отримати прибуток, який складатиметься з дивідендів і приросту курсової вартості акцій. І знову-таки, чим ризикованішими є акції, тобто фірма не зможе виплачувати очікувані дивіденди або курсова вартість акцій не може зростати в очікуваному темпі, тим вище має бути очікуваний прибуток, щоб спонукати інвестора вкладати кошти в купівлю акцій.

Припустімо, що в інвестора є можливість придбати акції компанії кількох фірм. Для того щоб зробити правильний вибір, йому слід визначити можливу норму прибутку на свої вкладення. Припустімо, що на наступний рік можливі три стани економіки — підйом, нормальний стан і спад. Вважатимемо, що нам вдалося визначити ймовірність настання кожного стану й з'ясувати можливу норму прибутку на акції (дивіденди плюс приріст або втрата курсової вартості акції).

Кожен з названих станів економіки — можливий, і кожен з представлених результатів теж. Проте вони мають неоднакову ймовірність здійснення. Тому очікувана норма прибутку — це

зважена середня можливість результатів, де вагами служить величина ймовірності здійснення кожного результату. Вона обчислюється таким чином:

$$\bar{R} = R_1 \cdot P_1 + R_2 \cdot P_2 + \dots + R_n \cdot P_n = \sum_{i=1}^n R_i P_i, \quad (9.1)$$

де R_i — i -й можливий результат норми прибутку;

P_i — ймовірність i -го результату, $i = 1, 2, \dots, n$;

R — зважена середня очікувана норма прибутку.

До цього ми припускали, що можливі три стани економіки. Насправді їх може бути безліч — від дуже глибокого спаду до надзвичайно високого підйому. Якщо ж урахувати ті обставини, що норма прибутку на акції складається з дивідендів і приросту (зменшення) курсової вартості акцій, а їх ціни змінюються не тільки щодня, а навіть протягом дня, і це залежить від безлічі факторів, то можемо отримати безліч значень очікуваної віддачі.

Припустімо, що нам вдалося знайти кожне окреме значення норми прибутку й оцінити ймовірність його появи (сума ймовірностей при цьому має дорівнювати 100 % або одиниці). У цьому разі можна побудувати графік щільності розподілу норм прибутку, у якому по горизонталі відображається значення норми прибутку, а по вертикалі — щільність розподілу, яка обчислюється за формулою:

$$\rho = \frac{\exp\left(\frac{(x-a)^2}{2\sigma^2}\right)}{\sqrt{2\pi \cdot \sigma}}, \quad (9.2)$$

де ρ — щільність розподілу;

x — незалежна змінна (норма прибутку);

a — математичне очікування незалежної змінної (ймовірність розподілу);

σ — середньоквадратичне (стандартне) відхилення норми прибутку.

Чим вище пік кривої розподілу ймовірності, тим більша ймовірність того, що дійсна норма прибутку буде ближче до очікуваної величини. Тобто, чим тісніша ймовірність розподілу можливої норми прибутку, тим менш ризиковими є акції.

Однак вислови «більш ризикові» або «менш ризикові», своєю чергою, є досить невизначеними. Потрібно вибрати конкретнішу одиницю виміру ступеня ризику інвестицій. Однією з таких величин є середньоквадратичне, або стандартне, відхилення, яке обчислюється таким чином:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 \cdot p_i}. \quad (9.3)$$

Чим менше стандартне відхилення, тим тісніша ймовірність розподілу результатів і, відповідно, нижчий ризик інвестицій. Стандартне відхилення є зважене за ймовірністю середнє відхилення від очікуваної норми прибутку. Воно дає змогу оцінити, наскільки вище або нижче очікуваної величини може бути дійсна величина норми прибутку.

Особливості нормального розподілу. Якщо ймовірність розподілу є нормальною, то існує 68,26 % можливості того, що реальна віддача перебуватиме в межах ± 1 стандартного відхилення.

На *рис. 1* представлена форма кривої в разі нормального розподілу результатів. При цьому незалежно від самої величини стандартного відхилення крива матиме один і той вигляд, а площа, обмежена нормальною кривою, має дорівнювати одиниці або 100 %. Є 50 % ймовірності того, що дійсна віддача буде меншою за очікувану й 50 % — вищою за очікувану. Отже, у разі нормального розподілу, чим вище σ , тим більше дійсна віддача може відхилитися від очікуваної й тим вищий ступінь ризику. Якщо взяти так звану середню акцію Нью-Йоркської фондової біржі, то, за результатами багаторічних спостережень, σ становить 30 %.

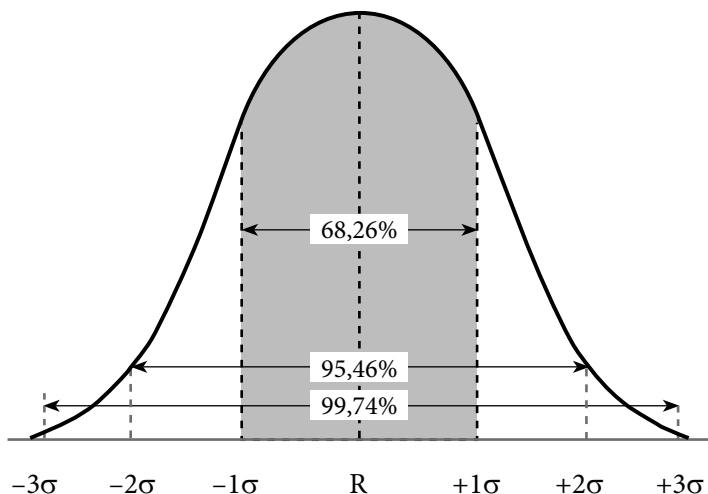


Рис. 1. Крива нормального розподілу

Як визначити ризик акції, якщо невідома ймовірність розподілу

Вище була описана процедура знаходження стандартного відхилення, якщо нам відома ймовірність розподілу результатів. Зазвичай це найчастіше невідомо, а відомою є дійсна норма прибутку за низку років. У цьому разі для знаходження стандартного відхилення може бути використана така формула:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_t - R_{av})^2}{n-1}}, \quad (9.4)$$

де R_t — це норма прибутку в період t ;

R_{av} — середньорічна норма прибутку за n років, що обчислюється за формулою:

$$R_{av} = \frac{\sum_{t=1}^n R_t}{n}. \quad (9.5)$$

На практиці досить часто стандартні відхилення, досягнуті в минулому, використовуються для оцінки майбутніх стандартних відхилень. У той же час більшість аналітиків визнає, що середню прибутковість, досягнуту в минулому, навряд чи можна використовувати для оцінки майбутнього її значення, оскільки чинники, що зумовили певний рівень норми прибутку в минулому, навряд чи можуть повторитися в такому ж поєднанні, тому очікувана віддача буде значно відрізнятися від середньої. Досягнуте стандартне відхилення може бути гарною оцінкою майбутнього ризику, але воно не годиться для оцінки майбутньої норми прибутку.

Крім стандартного відхилення для вимірювання ступеня ризику можна використовувати також коефіцієнт варіації, який є стандартним відхиленням, поділеним на очікувану норму прибутку. Якщо значення очікуваної норми прибутку рівні, то акція з великим стандартним відхиленням матиме і більш високий коефіцієнт варіації. Якщо ж норма прибутку суттєво відрізняється, то тут зручніше використовувати коефіцієнт варіації, який показуватиме ступінь ризику на одиницю норми прибутку. Оскільки останню ми вимірюємо в процентах, то коефіцієнт показуватиме ступінь ризику на 1 % норми прибутку.

Коефіцієнт варіації обчислюється таким чином:

$$CV = \frac{\sigma}{R}. \quad (9.6)$$

Коефіцієнт варіації дає сумарний ефект величини стандартного відхилення і норми прибутку. І цей коефіцієнт може краще забезпечити визначення ступеня ризику в ситуаціях, коли порівнюватимуться варіанти з нормами прибутку, які істотно відрізняються одне від одного.

Яке співвідношення між ризиком і прибутковістю цінних паперів. У табл. 1 наведено результати розрахунків прибутковості різних видів цінних паперів, розроблених американською компанією “Ibbotson Associates” за період з 1926 до 1988 рр.

Таблиця 1

**Середні значення прибутковості цінних паперів
за 1926–1988 рр. (% на рік)**

Категорія цінних паперів	Середньорічна норма прибутку		Середня премія за ризиком
	Номінальна	Реальна	
Казначейські векселі	3,6	0,5	0
Державні облігації	4,7	1,7	1,1
Корпоративні облігації	5,3	2,4	1,7
Звичайні акції	12,1	8,8	8,4

(Джерело: Брейлі Р., Майерс С. Принципи корпоративних фінансів; пер. з англ. Москва.: ЗАТ «Олімп-бізнес», 1997. С. 140.)

Як видно з табл. 1, найнижчу прибутковість мали короткострокові цінні папери (казначейські векселі). Їх реальна прибутковість (з урахуванням поправки на інфляцію) склала лише 0,5% річних. Державні короткострокові облігації вважаються безризиковими інструментами, тому не мають ризикової премії.

Термін дії цінного паперу є фактором, який має істотний вплив на прибутковість. Коли термін дії фінансового інструмента збільшується, рівень прибутковості зазвичай зростає. З точки зору інвестора це цілком зрозуміло, адже віддаючи гроші на тривалий термін, він наражається на більший ризик. У разі підвищення процентної ставки за короткостроковими зобов'язаннями довгострокові вкладення можуть знецінитися і виявитися

менш прибутковими. Ось чому навіть державні довгострокові облигації (термін дії понад рік) повинні мати вищу прибутковість порівняно з державними короткостроковими облигаціями. Корпоративні облигації, які мають більш високий ступінь ризику порівняно з державними облигаціями, мають і вищу премію за ризик.

Інвестори, які вкладають свої кошти у звичайні акції, беруть на себе додатковий ризик, а тому мають отримувати більш високий прибуток на свої вкладення. Як видно з *табл. 1*, додаткова прибутковість звичайних акцій порівняно з казначейськими векселями (яка є премією за ризик) за період 1926–1988 рр. складала 8,4 %.

Отже, можемо дійти висновку, що прибутковість цінних паперів тісно пов'язана зі ступенем їх ризику. Інакше кажучи, ефективність вкладень у цінні папери (як, утім, і в інші активи) слід оцінювати як з точки зору принесеного доходу, так і можливого ризику. Прибутковість і ризик — це параметри, що характеризують інвестиційні якості цінних паперів.

Розглянемо, як співвідносяться між собою ці параметри.

Більшість інвесторів (якщо взяти «середнього інвестора», що є суто теоретичним поняттям), як свідчать численні дослідження, дійсно не схильна до ризику.

Як відбивається неохильність інвесторів до ризику на вартості цінних паперів і нормі прибутку? Відповідь може бути тільки одна — чим вище ризик, тим нижче вартість цінних паперів і вища необхідна норма прибутку, а більш ризикові цінні папери повинні мати більш високу очікувану норму прибутку. Якщо цей принцип не дотримується, це означає, що вони перебувають під якимось певним зовнішнім впливом. Наприклад, прагнення будь-якого інвестора придбати контрольний пакет акцій може призвести до необґрунтованого підвищення ціни навіть на дуже ризиковані акції. Однак такі ситуації частіше викликані не раціональною поведінкою інвесторів, а відображають скоріше ірраціональність дій деяких учасників ринку цінних паперів, а тому не можуть бути систематизовані та науково обґрунтовані.

Що таке рейтинги цінних паперів, їх роль в оцінці кредитного ризику

Для власника боргового цінного паперу найважливіше значення має ризик неплатежу. Суть останнього полягає в тому, що позичальник не зможе зробити процентні платежі й погашення основної суми боргу. Чим вища ймовірність неплатежу, тим вищим має бути рівень прибутковості цінних паперів. Державні цінні папери, які вважаються найбільш надійними інструментами за ступенем ризику, зазвичай мають найнижчу доходність. Рівень прибутковості цінних паперів зростає в міру підвищення ступеня їх ризику.

У країнах світової спільноти є низка аналітичних компаній, які на основі аналізу фінансового стану й платоспроможності емітента оцінюють якість боргових цінних паперів та привілейованих акцій і відповідно до цього зараховують випущені різними емітентами цінні папери до того чи того класу. Найбільш відомими є рейтинги боргових цінних паперів, що складаються рейтинговими агентствами “Moody’s”, “Standard & Poor’s” та “Fitch”. У *табл. 2* подано класифікацію облігацій, яка використовується першими двома агентствами.

Облігації перших трьох категорій — це облігації високої якості. Імовірність отримання відсотків та основної суми боргу за ними — висока. Облігації четвертої категорії («Ваа» і «ВВВ») мають середню ймовірність виплати відсотків та основної суми боргу. У міру опускання вниз рейтинговою шкалою ймовірність неплатежу за облігаціями зростає, і інвестиції в них набувають все більш спекулятивного характеру. Категорія «С» характеризується відсутністю виплати відсотків за облігаціями, а категорія «D» означає стан дефолту.

Таблиця 2

Рейтинг облігацій

Категорія		Інтерпретація рейтингу
<i>Moody's</i>	<i>Standard & Poor's</i>	
Aaa	AAA	Найвища якість
Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	Висока якість
A1 A2 A3	A+ A A-	Якість вище середньої; інвестиції надійні
Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	Середня якість
Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	Посередня якість; висока невизначеність
B1 B2 B3	B+ B B-	Спекулятивні
Caa1 Caa2 Caa3	CCC+ CCC CCC-	Низька якість; високоспекулятивні операції
Ca	CC C	Найнижча якість; висока ймовірність невиконання зобов'язань, невиплат відсотків та основної суми боргу
C	D	Дефолт

У кожній категорії рейтингу виділяються три рівні, що позначаються цифрами 1, 2, 3 в рейтингу агентства “Moody’s” або знаками «плюс» (+), «мінус» (-), без знака — “Standard & Poor’s”, які ставляться після літерного позначення. Цифра «1» і знак «плюс» означають вищий рівень рейтингу порівняно з цифрою «3» і знаком «мінус».

ТЕМА 10

ПОРТФЕЛЬ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Чому інвестори формують портфелі цінних паперів

Залежно від об'єктів вкладення капіталу виділяють реальні й фінансові інвестиції. Якщо інвестор здійснює реальні інвестиції, тобто створює будь-яке підприємство чи купує контрольний пакет акцій акціонерного товариства, то його безпосереднім завданням є забезпечення ефективної роботи підприємства, оскільки від цього залежатиме його прибуток. У цьому разі йдеться про особливу групу інвесторів, які самі є підприємцями або беруть безпосередню участь в управлінні підприємством.

Однак є велика кількість інвесторів як індивідуальних (громадян), так й інституціональних (пайові та пенсійні фонди, страхові компанії тощо), які не створюють власних підприємств, не мають контрольних пакетів акцій, а вкладають свої кошти в цінні папери (акції, облігації, похідні фінансові інструменти), банківські рахунки та вклади. Прибутковість і надійність цих вкладень не залежить від діяльності самого інвестора, тому він має відповідально поставитися до відбору таких фінансових інструментів з урахуванням їх прибутковості та ступеня ризику.

Для досягнення поставлених цілей інвестори зазвичай вдаються до диференціації своїх вкладень шляхом формування інвестиційного портфеля. *Інвестиційний портфель* — це набір інвестиційних інструментів, які слугують для досягнення поставлених цілей. Розподіляючи свої вкладення за різними напрямками, інвестор може досягти більш високого рівня прибутковості

останніх або знизити ступінь їх ризику. Характерною особливістю портфеля є те, що його ризик може бути значно менший, ніж ризик окремих інвестиційних інструментів, що входять до складу портфеля.

Згідно з чинним законодавством різних країн усім фінансовим інститутам — власникам цінних паперів (банкам, страховим компаніям, інвестиційним фондам, пенсійним і взаємним фондам) потрібно диверсифікувати свої портфелі. Це правило стосується навіть індивідуальних інвесторів, у яких вкладення становлять значну величину і які також прагнуть придбати не один, а кілька видів цінних паперів, особливо коли йдеться про акції. Інвестори прекрасно усвідомлюють той факт, що втрата від інвестицій в одному напрямі може бути компенсована виграшем в іншому. Інакше кажучи, важливою є не поведінка кожного окремого цінного паперу, а рух норми прибутку та ризику всього портфеля. У зв'язку з цим ступінь ризику й рівень прибутковості індивідуального цінного паперу має бути проаналізовано з точки зору того, як ці параметри впливають на норму прибутку та ступінь ризику всього портфеля.

Слід зазначити, що цінний папір як частина портфеля є менш ризиковим, ніж коли він розглядається окремо.

З яких інструментів складається інвестиційний портфель

У ролі інвестиційних інструментів можуть виступати цінні папери, нерухомість, дорогоцінні метали й камені, антикваріат, предмети колекціонування. Однак слід мати на увазі, що майнові вкладення мають свою специфіку. Так, вкладення в нерухомість є нерідко значними за розміром і можуть виявитися досить ризиковими через падіння цін на нерухомість. Крім того, у інвестора можуть виникнути труднощі щодо пошуку покупця у разі продажу нерухомості. Тому інвестиції в нерухомість, ймовірно, слід розглядати як особливий вид вкладень, а не як одну зі складових інвестиційного портфеля.

Що стосується інших майнових вкладень, то можливість використання їх як інвестиційного інструмента слід оцінювати так само, як і фінансових інструментів, тобто з позицій прибутковості й ризику. З цієї точки зору як альтернатива фінансових інвестицій найкраще підходить золото. Саме тому низка інвесторів вкладає частину свого капіталу в покупку цього дорогоцінного металу, як засобу страхування від інфляції та / або негативних наслідків світової економічної чи політичної кризи. Однак ціна на золото відчуває значні коливання, що може принести інвесторові як великий прибуток, так і завдати великих збитків. Наприклад, 1 січня 1974 р. ціна золота становила 116,5 дол. за трійську унцію, а 21 січня 1980 р. досягла 850 дол. за унцію. Надалі спостерігалася явно виражена тенденція до зниження ціни на золото. 21 січня 2002 р. вона знизилася до 278 дол. за унцію. У наступні роки ціна на золото стала знову зростати й у кінці 2012 р. перевищувала 1700 дол. за унцію. 21 березня 2014 р. золото продавалося за ціною 1327 дол. за унцію. Таким чином, інвестиції в купівлю золота з урахуванням можливого коливання ціни є високоспекулятивним інструментом інвестування. Цим пояснюється те, чому більшість інвесторів при формуванні інвестиційного портфеля віддає перевагу цінним паперам як інвестиційним інструментам, а поняття «інвестиційний портфель» і «портфель цінних паперів» найчастіше вживаються як синоніми.

Як визначити прибутковість портфеля цінних паперів

Очікувана прибутковість портфеля акцій (або будь-яких цінних паперів) є середньозважена величина очікуваної прибутковості індивідуальних акцій, де вагами служать частки інвестицій у кожну акцію від усєї суми, вкладеної в портфель акцій:

$$R_p = R_1 \times w_1 + R_2 \times w_2 + \dots + R_n \times w_n \quad (10.1)$$

або

$$R_p = \sum_{i=1}^n R_i w_i,$$

де R_p — прибутковість портфеля акцій;

R_i — дохідність i -ї акції; n

w_i — частка інвестицій в i -акцію, причому $\sum_{i=1}^n w_i = 1$.

Як впливає з наведеної вище формули, прибутковість портфеля акцій залежатиме від двох параметрів, а саме: прибутковості індивідуальної акції та частки інвестицій у кожен акцію.

Як визначити ризик портфеля через дисперсію

Отже, ми з'ясували, що очікувана прибутковість портфеля акцій являє собою середньозважену величину прибутковості акцій, що входять у портфель. Однак завдання формування портфеля акцій полягає в тому, щоб врахувати не тільки значення прибутковості, а й ступінь ризику акцій, що входять у портфель, який, як було зазначено, можна визначити за допомогою стандартного відхилення.

Загальною формулою для обчислення дисперсії портфеля, що складається з N цінних паперів, є:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \sigma_{ij} \cdot w_i \cdot w_j, \quad (10.2)$$

де w_p w_j — вага вартостей акцій у вартості портфеля;

σ_{ij} — коваріація акцій i та j .

Коваріація може бути виражена як добуток стандартних відхилень двох акцій і коефіцієнта кореляції:

$$\sigma_{ij} = \sigma_i \cdot \sigma_j \cdot Cor_{ij}, \quad (10.3)$$

де Cor_{ij} — коефіцієнт кореляції акцій i та j .

Щодо стандартного відхилення портфеля, то воно є не що інше, як квадратний корінь з дисперсії:

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2}.$$

Як впливає з наведених вище формул, стандартне відхилення портфеля залежить від величин стандартних відхилень акцій, що входять у портфель, часток інвестицій у кожну акцію і коваріацій (або коефіцієнтів кореляції) акцій.

Коефіцієнти кореляції двох акцій відображають поведінку цих акцій. Якщо акції мають властивість «рухатися» в одному напрямі (тобто якщо ціна однієї акції йде вгору — зростає курс й іншої), то коефіцієнти кореляції та коваріації позитивні. Якщо курси акцій рухаються в різних напрямках, то коефіцієнти кореляції та коваріації негативні. Якби рух акцій був цілком незалежним один від одного, то коефіцієнти кореляції та коваріації дорівнювали б нулю.

Для практичного застосування формули (10.2) можна використовувати матрицю коваріацій (рис. 1). Кожна діагональна клітка містить дисперсію, зважену на частку інвестицій у цю акцію, зведену у квадрат ($\sigma_i^2 \cdot w_i^2$), а кожна інша клітка містить коваріацію між парою цінних паперів, зважену на добуток часток інвестицій у кожну з акцій цієї пари, тобто $\sigma_{ij} \cdot w_i \cdot w_j$.

Наведені вище формули розрахунку ризику портфеля мають такі властивості:

- прибутковість портфеля є середньозважена величина значень прибутковості, що входять у портфель акцій (вагами служать частки інвестицій у кожну акцію);
- якщо акції поведуться абсолютно однаково ($Cor = +1$), то стандартне відхилення портфеля залишається таким же, як і в акцій, що входять у портфель;
- ризик портфеля не є середньоарифметичною зваженою величиною, що входить у портфель акцій; портфельний ризик (за винятком крайнього разу, коли $Cor = +1$) буде менший, ніж середньозважена величина стандартних відхилень, які входять у портфель акцій;
- при досягненні коефіцієнтом кореляції певного значення можна досягти такого поєднання акцій у портфелі, що ступінь його ризику може бути нижчим за ступінь ризику будь-якої акції у портфелі;

- найбільший результат від диверсифікації може бути отриманий від комбінацій акцій, які мають негативну кореляцію; якщо коефіцієнт кореляції двох акцій дорівнює 1, то теоретично з пар таких акцій можна сформувати безризиковий портфель (зі стандартним відхиленням, рівним нулю);
- у дійсності негативна кореляція акцій майже ніколи не трапляється і безризиковий портфель акцій сформувати практично неможливо;
- ризик портфеля може бути знижений за рахунок збільшення кількості акцій у ньому, при цьому ступінь зниження ризику залежатиме від кореляції акцій, що додаються; чим менший коефіцієнт кореляції останніх, тим нижчий ризик портфеля.

	1	2	3	...	N
1	X				
2		X			
3			X		
N					X

Рис. 1. Коваріаційна матриця для визначення дисперсії портфеля

Які існують традиційні підходи до формування портфеля

Як було зазначено, будь-який портфель цінних паперів слід оцінювати як з точки зору рівня прибутковості, так і ступеня ризику. Більшість інвесторів при формуванні портфеля орієнтуються не тільки на отримання вищої норми прибутку, а й прагне знизити ризик своїх вкладень. Перед ними постає проблема вибору складу портфеля. Традиційний підхід полягає в тому, щоб диверсифікувати свої вкладення. Якщо інвестор розподілить свої вкладення, наприклад, на 10 рівних частин для вкладення в 10 різних акцій, то ця операція сама по собі вже є зниженням ризику інвестицій. Такий підхід є, головним чином, якісним, оскільки при цьому зазвичай не здійснюється точна кількісна оцінка всіх цінних паперів у портфелі й відбувається лише їх якісний відбір; не ставиться завдання досягти якоїсь певної величини очікуваної норми прибутку або ступеня ризику портфеля. Однак якщо врахувати, що в будь-якій країні в обігу перебуває десятки тисяч акцій, то вибір інвестора величезний і візуального відбору стає явно недостатньо.

До початку 1950-х років ризик визначався тільки якісно. Тобто більшість менеджерів використовувала узагальнену класифікацію акцій, підрозділяючи їх на консервативні, дешеві, що ростуть; дохідні й спекулятивні. Така недосконалість щодо оцінки інвестицій створила виключно сприятливі умови для вчених — спробувати застосувати формальну аналітичну техніку до практичних проблем, пов'язаних з вибором інвестицій. У результаті виникла значна кількість нових ідей щодо інвестиційного процесу, що в кінцевому рахунку й сформувало сучасну теорію оцінки інвестицій, або теорію портфеля.

У чому полягають основні передумови портфельної теорії Марковіца. Сучасна теорія портфеля, трактуючи ризик у кількісних термінах і ґрунтуючись на ретельному аналізі та оцінці індивідуальних цінних паперів, дає кількісне визначення цілей

портфеля і залежно від заданих параметрів співвідношення прибутку та ризику портфеля, визначає його склад.

Першою розвідкою, у якій було викладено принципи формування портфеля залежно від очікуваної норми його прибутку й ризику стала праця Г. Марковіца «Вибір портфеля: ефективна диверсифікація інвестицій». Вона була опублікована в журналі в 1952 р., а в 1959 р. видана окремою книгою. Ця робота стала поштовхом для цілої серії досліджень і публікацій, що мають справу з механізмом оцінки цінних паперів. У результаті було розроблено основи теорії оцінки інвестицій, кістяк якої складає так звана модель оцінки фінансових активів (Capital Assets Pricing Model — CAPM).

Марковіц виходив з припущення, що більшість інвесторів намагатиметься уникати ризику, якщо це не компенсуватиметься вищою прибутковістю інвестицій. Для будь-якої заданої очікуваної норми прибутку вони вважатимуть кращим той портфель, який забезпечить мінімальне відхилення від очікуваного значення. Таким чином, ризик був схарактеризований Марковіцем як невизначеність, або здатність очікуваного результату до розбіжності, що визначається за допомогою стандартного відхилення. Це була перша спроба дати кількісну оцінку ступеня інвестиційного ризику, який обліковується при формуванні портфеля.

Припускаючи, що інвестори намагатимуться уникати ризику, Марковіц дійшов висновку про те, що вони спробують мінімізувати стандартне відхилення прибутковості портфеля шляхом диверсифікації цінних паперів у ньому. Однак головне те, як зазначав науковець, що поєднання різних випусків цінних паперів у портфелі може незначно знизити відхилення очікуваної прибутковості, якщо ці цінні папери мають високий ступінь позитивної коваріації. Ефект від диверсифікації досягається тільки в тому разі, якщо портфель складається з цінних паперів, які поводять себе неоднаково. У цьому разі стандартне відхилення прибутковості портфеля може бути значно меншим, ніж відхилення для індивідуальних цінних паперів у ньому.

Що таке безліч ефективних портфелів. Для практичного використання моделі Марковіца необхідно визначити для кожної акції очікувану прибутковість, її стандартне відхилення і коваріацію між акціями. Якщо є ця інформація, то, як зазначав науковець, за допомогою квадратичного програмування можна визначити набір ефективних портфелів, що продемонстровано на графіку *рис. 2*.

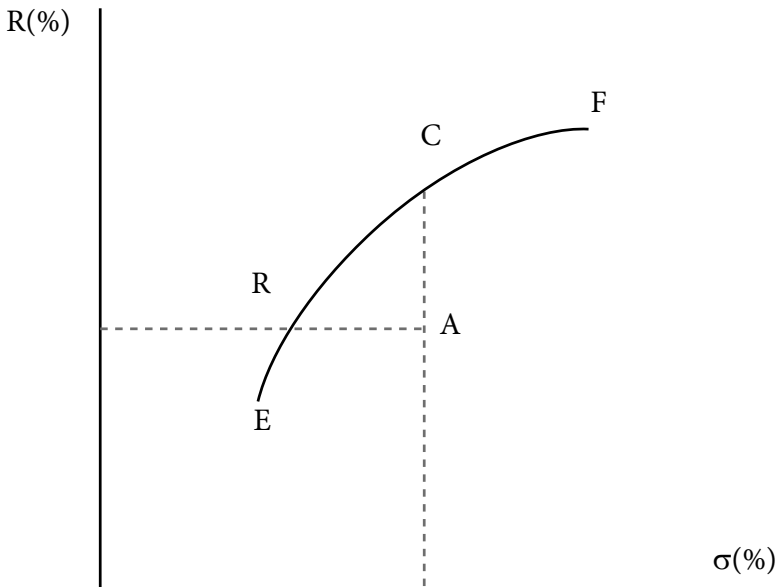


Рис. 2. Крива ефективних портфелів

Згідно з трактуванням Марковіца, якщо існує якийсь портфель A, то він субоптимальний або неефективний, оскільки портфель B міг би забезпечити той же рівень очікуваної прибутковості з меншим ступенем ризику. Водночас портфель C при тій же мірі ризику забезпечив би більш високу очікувану прибутковість. Таким чином, всі ефективні портфелі мають лежати на кривій EF, яка називається ефективним кордоном Марковіца.

Портфелі, які розміщені в середній частині кривої, зазвичай містять багато цінних паперів, а ті, що ближче до її кінця, — всього кілька. Точка F асоціюється з тим, що всі інвестиції вкладені в акції одного виду з максимальною очікуваною прибутковістю. Точка E відповідає такому положенню, коли поєднання кількох акцій у портфелі забезпечує його найменший ступінь ризику.

Як вибрати ефективний портфель. Модель Марковіца не дає змоги вибрати оптимальний портфель, а визначає набір ефективних портфелів. Кожен з них забезпечує найбільшу очікувану дохідність для певного рівня ризику.

Різні інвестори й портфельні менеджери вибиратимуть різні рішення в досягненні складу портфеля залежно від їхнього ставлення до ризику. Наприклад, так звані «консервативні» інвестори (тобто ті, хто зацікавлений у збереженні своїх капіталів та отриманні постійного, передбачуваного прибутку) віддаватимуть перевагу портфелям, що лежать лівіше в нижній частині кривої ефективного кордону Марковіца. Більш «агресивні» інвестори (ті, хто йде на більш високий ризик у надії отримати вищу, але менш очікувану віддачу) формуватимуть свої портфелі, що розміщені на кривій ближче до точки F.

Зрозуміло, що сформований одного разу ефективний портфель не залишається таким протягом тривалого часу, оскільки курси акцій постійно змінюються і, отже, ці ефективні портфелі доводиться постійно переглядати. Однак ця обставина в умовах високої комп'ютеризації розрахунків не є сьогодні значущою проблемою.

Які існують недоліки моделі Марковіца. Модель Марковіца є предметом критики як з боку теоретиків, так і практиків. По-перше, це стосується припущення науковця про те, що раціональні інвестори відкидають ризик. По-друге, чи є стандартне відхилення найбільш підходящою мірою ступеня ризику? Справа в тім, що Марковіц і його послідовники використовували коливання цін акцій, що мали місце в минулі періоди, для оцінки майбутньої зміни цін акцій. Проте майбутнє може не повторити минулий розвиток. Крім того, якщо інвестор купує акції з метою

тривалого володіння ними й при цьому не має потреби у високій ліквідності акцій, то коливання ціни акцій у цьому разі не є реальним ризиком, що пояснюється рівнем остаточної ціни. І тут ризик таких акцій швидше може бути виправданий, наприклад, ризиком банкрутства підприємства.

Крім того, були й залишаються деякі суто практичні обставини, що обмежують використання моделі Марковіца. Вони полягають у тому, що фахівці-практики важко сприймають математичні викладки. Інше обмеження полягає в тому, що, аби зберегти бажаний баланс співвідношення «ризик — прибутковість» портфеля, потрібно постійно переоцінювати безліч цінних паперів, а це вимагає великої кількості інформації і математичних обрахунків. Сам Марковіц зазначав, що аналіз 100 цінних паперів потребує обчислення 100 очікуваних значень прибутковості, 100 дисперсій і майже 5000 коваріацій.

Звичайно, використання сучасної обчислювальної техніки значно полегшує застосування моделі Марковіца на практиці, і це нібито вирішує проблему. Тому значно більшим недоліком є той факт, що модель Марковіца пропонує набір ефективних портфельів. Вони можуть бути такими численними, що менеджерам довелося б якісь акції купувати, якісь продавати, що призвело б до великих витрат. І навіть якщо це здійснювати раз на квартал, все одно витрати будуть значними.

І все ж, незважаючи на всі недоліки моделі Марковіца, його внесок у сучасну теорію портфеля є величезним. Цей внесок не слід розглядати як список рекомендацій для повсякденного керівництва. Основне значення праці Марковіца полягає в тому, що в ній сфокусовано увагу на очікуваній прибутковості й повному ризику портфеля залежно від складу акцій, які в нього входять. До того ж вона стимулювала цілу серію досліджень у цьому напрямі. Крім того, розвідка Марковіца порушила питання про те, як високошвидкісні комп'ютери можуть бути використані в прийнятті інвестиційних рішень, що привело до появи сенсу створення широкої бази даних з цінних паперів. Так, перша комп'ютерна програма для реалізації моделі Марковіца була

розроблена корпорацією IBM ще в 1962 р. Надалі були створені більш вдосконалені програми, які дали можливість менеджерам та інвесторам використовувати їх з практичною метою.

Які модифікації моделі Марковіца при використанні безризикових активів. Підхід Марковіца передбачає, що всі інвестиції вкладено в ризикові активи. Припустімо, що інвестору дозволяється вкладати кошти в ризикові активи, тобто якщо є N активів, то $(N - 1)$ — це кількість ризикових активів й один безризиковий. Припустімо, що інвестор може залучати позики за безризиковою ставкою і використовувати їх для вкладення в ризикові активи. Під безризиковим активом розуміється актив, за яким дохід є строго визначеним. За замовчуванням стандартне відхилення за безризиковим активом дорівнює нулю. Отже, коваріація між прибутковістю безризикового активу та будь-якого ризикового активу дорівнює нулю. Безризиковим є актив, що має фіксований дохід і нульову ймовірність несплати. До них можуть бути зараховані державні короткострокові облігації, термін погашення яких збігається з періодом володіння. Купівля безризикового активу являє собою безризикове кредитування, оскільки інвестор дає гроші в борг.

Припустімо, що інвестор вибирає портфель, складений з ризикових активів, і має намір комбінувати його з вкладенням частини коштів у безризиковий актив. Положення портфеля відповідає точці D , що лежить на ефективному кордоні Марковіца (рис. 3).

Портфель, що формується включенням безризикового активу в ризиковий портфель, має розміщуватися на прямій, яка з'єднує точку відповідного безризикового активу (R_f) з точкою, що характеризує портфель, складений з певного поєднання цінних паперів (D). Ця пряма є комбінацією портфелів, що складаються з різних частин безризикового та ризикового активів.

Як було зазначено, ефективні портфелі на моделі Марковіца мають лежати на кривій EF. Отже, доходимо висновку про те, що в разі поєднання портфеля з безризиковими активом, портфелі мають розміщуватися на лінії, що з'єднує точку безризикового активу з ризиковим портфелем.

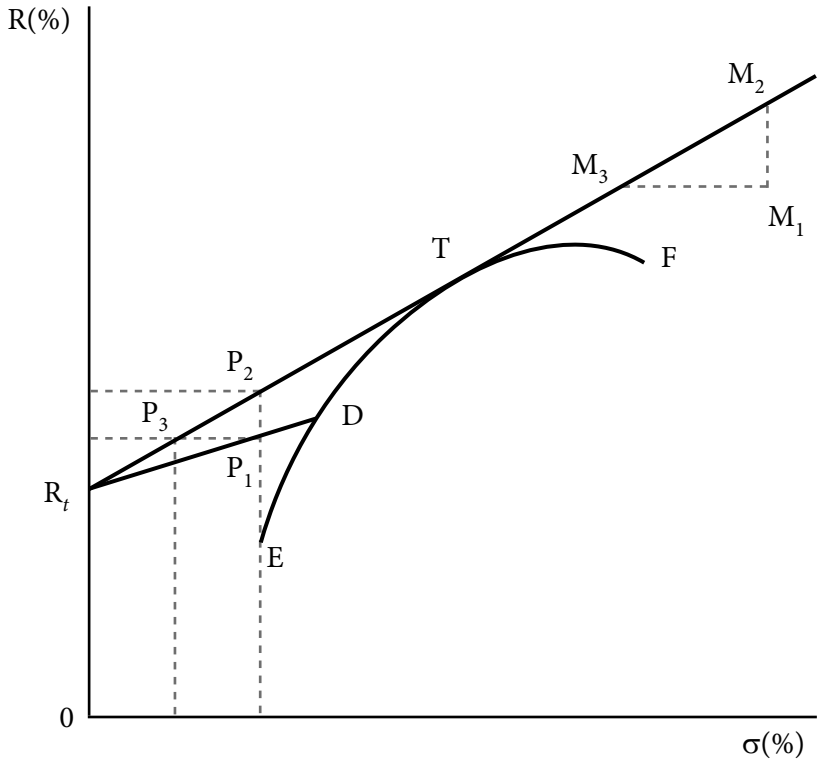


Рис. 3. Графіки портфельних ліній, що поєднують ризикові та безризикові активи

Однак таких ліній може бути проведено безліч, і одна з них — лінія R_fD .

Яка ж лінія є більш привабливою? Портфелі, що лежать на лінії R_fD не є ефективними, оскільки будь-якій портфель, який розміщений на ній, наприклад P_1 , може бути протиставлений портфелью P_2 з більш високою прибутковістю при тій же мірі ризику або портфелью P_3 з тією ж прибутковістю, але меншим рівнем ризику. Отже, ефективні портфелі лежатимуть на лінії, яка має найбільший кут нахилу щодо горизонтальної осі. Ця лінія виходить з точки R_f і є дотичною до кривої, що відповідає ефективному кордону Марковіца. Сама точка дотику відповідатиме портфелю

лю, який складений тільки з акцій. Всі портфелі, що лежать вище й правіше точки T , також складатимуться тільки з ризикових активів. Чим більше інвестор прагне уникати ризику, тим ближче точки, які відповідають вибраному портфелю, перебуватимуть до точки R_f . Якщо ж інвестор прагне повністю уникнути ризику, то його портфель має цілком складатися із безризикових активів.

Як модифікувати модель Марковіца для безризикових позик. Припустімо, що інвестор може збільшити свій капітал для вкладення в ці папери за рахунок безризикових позик. Наприклад, останні залучаються за рахунок кредиту брокера. Для здійснення аналізу передбачається, що процентна ставка із залучення кредитних коштів дорівнює процентній ставці за безризиковими вкладеннями. Наприклад, якщо в інвестора було 10 000 дол. і він позичив 2000 дол., то це означає, що інвестор може вкласти в ризикові активи 12 000 дол. Якщо частка в ризикові активи становить W_R і безризикову позику W_F , то:

$$W_R + W_F = 1,2 + (-0,2) = 1.$$

Неважко довести, що портфелі, які складаються з безризикових позик і ризикових активів, лежатимуть на продовженні прямої лінії R_fT , як і ті, що включають безризикове кредитування. У цьому разі, чим більша сума залучених коштів, тим вище й правіше розміщена точка портфеля. Точне положення кожної точки залежить від величини позики. І яку б кількість коштів ми не залучали, якщо вони разом з власним капіталом вміщені в ризиковий портфель, то останній лежатиме на прямій R_fT . Ця пряма являтиме собою не що інше, як ефективну безліч — портфелі, що пропонують найкращі можливості, лежатимуть саме на цій прямій, оскільки кожен з них розміщений лівіше й вище за інші. Портфелів, що лежать ліворуч від прямої, нема. Будь-якому портфелю, який розміщений праворуч від прямої, наприклад M_1 , може бути протиставлений портфель M_3 , який має таку ж прибутковість, але менше стандартне відхилення; або портфель M_2 , що забезпечує вищу прибутковість за того ж стандартного від-

хилення. Таким чином, за умови, що інвестор має змогу надавати або отримувати безризикові позики, жоден із портфелів, крім портфеля T , не є ефективним. Цей портфель лежить у точці дотику прямої та ефективної межі моделі Марковіца.

Будь-яка інша структура портфеля з використанням позик і кредитів не буде ефективною, оскільки будь-який з цих портфелів розміщено правіше лінії $R_f T$. Це означає, що завжди знайдеться портфель, який лежить на прямій $R_f T$.

Які основні передумови моделі Шарпа. Як було зазначено, модель Марковіца не дає змоги вибрати оптимальний портфель, а визначає набір ефективних портфелів. Кожен з них забезпечує найбільш очікувану дохідність для визначення рівня ризику. Однак основним недоліком моделі Марковіца є те, що вона вимагає значної кількості інформації. Набагато менше її потребує модель В. Шарпа. Останню можна вважати спрощеною версією моделі Марковіца. І якщо модель Марковіца можна схарактеризувати як мультиіндексну, то модель Шарпа називають діагональною моделлю, або моделлю одиничного індексу.

Згідно з Шарпом, прибуток на кожну окрему акцію строго корелює із загальним ринковим індексом, що значно спрощує процедуру знаходження ефективного портфеля. Застосування діагональної моделі вимагає значно меншої кількості обчислень, тому вона більше придатна для практичного використання. Аналізуючи поведінку акцій на ринку, Шарп дійшов висновку про те, що зовсім не обов'язково визначати коваріацію кожної акції одна від одної. Цілком достатньо встановити, як кожна з них взаємодіє з усім ринком. Й оскільки йдеться про цінні папери, то, отже, потрібно взяти до уваги весь обсяг ринку цінних паперів. Однак слід пам'ятати, що цінних паперів, і перш за все акцій, у будь-якій країні дуже багато. Щодня з ними здійснюється величезна кількість угод як на біржовому, так і позабіржовому ринку. Ціни на акції постійно змінюються, тому прогнозувати будь-які показники по всьому ринку практично неможливо. Водночас з'ясовано, якщо ми виберемо певну кількість якихось цінних паперів, то вони зможуть достатньо точно схарактеризу-

вати рух всього ринку цінних паперів. Таким ринковим показником є фондові індекси.

Розглядаючи вище взаємозалежність акцій одна від одної, ми встановили, що досить складно або майже неможливо знайти такі акції, прибутковість яких має негативну кореляцію. Більшість з них має тенденцію зростати в ціні, коли відбувається підвищення економіки, і знижуватися, коли відбувається спад.

Зрозуміло, можна знайти кілька акцій, які вирости в ціні через особливий збіг обставин, у той час як інші падали. Найважче знайти такі акції і дати логічне пояснення тому, що вони підвищуватимуться в ціні в майбутньому, коли інші знижуватимуться. Таким чином, навіть портфель, що складається з дуже великої кількості акцій, матиме високий ступінь ризику, хоча останній буде значно менший, ніж якби всі кошти вкладалися в акції однієї компанії.

Як впливає кількість акцій у портфелі на його ризик

Для того щоб точніше з'ясувати, як структура портфеля впливає на його ризик, звернімося до графіку на *рис. 4*. Він демонструє, як знижується ризик портфеля, якщо число акцій у ньому збільшується. Стандартне відхилення для середнього портфеля, що містить одну акцію, яка котирується на Нью-Йоркській фондовій біржі, становить приблизно 28%; якщо в ньому дві випадково вибрані акції, то близько 25%. Якщо ж число акцій у портфелі довести до 10, то ризик останнього знижується приблизно до 18%. Наведений графік демонструє, що ризик портфеля має тенденцію до зниження і наближається до певної межі в міру того, як зростає кількість акцій у портфелі. Портфель, що складається з усіх акцій і називається ринковим, орієнтовно матиме стандартне відхилення близько 15,1%. Таким чином, майже половину ризику, властивого середній окремій акції, може бути виключено, якщо їх кількість у портфелі буде 40 або більше. Проте певний ризик завжди залишається, як би широко не був диверсифікований портфель.

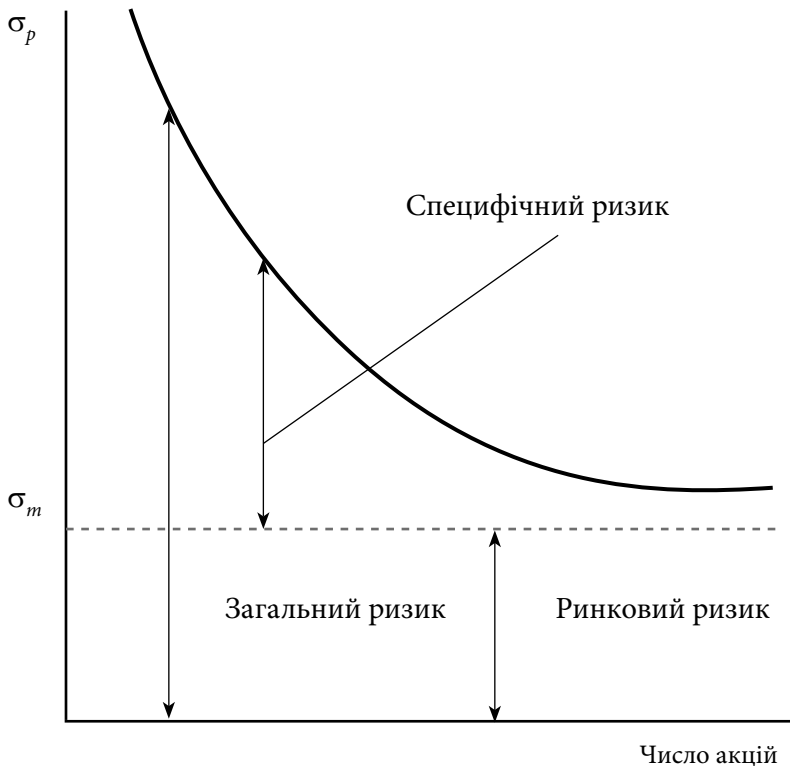


Рис. 4. Диверсифікація і ризик портфеля

Та частина ризику акцій, яка може бути виключена шляхом диверсифікації акцій у портфелі, називається диверсифікованим ризиком (або несистематичним, специфічним, індивідуальним); а та, що не може, — недиверсифікованим (систематичним, ринковим).

Специфічний фірмовий ризик пов'язаний з такими явищами, як зміни в законодавстві, страйки, вдала чи невдала маркетингова програма, висновок, втрата важливих контрактів тощо, які мають наслідки для конкретної фірми. Вплив таких подій на портфель акцій можна виключити шляхом його диверсифікації. У цьому разі несприятливі явища в одній фірмі перекрива-

тимуться сприятливим розвитком подій в іншій. Суттєво важливим при цьому є те, що значна частина ризику будь-якої окремої акції може бути виключена шляхом диверсифікації.

Ринковий ризик зумовлений наявністю факторів, які впливають на всі фірми. До них належать війна, інфляція, спад виробництва, підвищення процентних ставок тощо. Оскільки такі фактори діють на більшість фірм в одному і тому ж напрямі, то систематичний ризик не може бути усунений шляхом диверсифікації.

Чи впливає диверсифікація на ризик окремої акції. Відомо, що інвестори вимагають премію за ризик, і чим він більший, тим вищою є необхідна норма прибутку. Та оскільки інвестори тримають портфель акцій і стикаються швидше з портфельним ризиком, ніж з ризиком індивідуальної акції в ньому, то постає запитання: як оцінити ризик кожної окремої акції? Відповідь дає модель оцінки фінансових активів. Ризик індивідуальної акції — це її внесок у ризик широко диверсифікованого портфеля. Наприклад, ризик акції «Омега» для індивідуального інвестора, що має портфель з 40 акцій, або для інвестиційного фонду, що має портфель з 300 акцій, оцінюватиметься тим, який вона робить внесок у портфельний ризик. Акція може мати дуже високий ступінь ризику, якщо її тримати саму по собі. Однак якщо значна частина її ризику може бути виключена шляхом диверсифікації, то тоді особистий ризик, тобто її внесок у ризик портфеля, може бути дуже незначним.

Постає запитання: чи всі акції є рівними за ступенем ризику в тому розумінні, що їх додавання до широко диверсифікованого портфеля зумовлює однаковий вплив на його ризик? Відповідь однозначна — ні. Різні акції будуть впливати на ризик портфеля по-різному. Як можна виміряти цей ризик? Ризик, який залишається після диверсифікації портфеля, — це ризик, що притаманний ринку в цілому, або ринковий ризик. Тому ризик індивідуальної акції може бути визначений тим, якою мірою вона прагне рухатися вгору і вниз разом з ринком.

Що таке β -коефіцієнт акції, як його обчислити. Тенденція акції рухатися разом з усім ринком вимірюється за допомогою β -коефіцієнта. Він характеризує ступінь її мінливості щодо середньої акції, яка розглядається як акція, що прагне рухатися синхронно з усім ринком акцій. Така акція за замовчуванням матиме β -коефіцієнт, що дорівнює 1.

Це означає, якщо прибутковість по ринку в цілому збільшиться на 10 %, то прибутковість середньої акції зросте так само і, навпаки, при падінні — знизиться.

Портфель акцій з β -коефіцієнтом, рівним одиниці, матиме такий же ступінь ризику, як і весь ринок. Якщо для акції $\beta = 0,5$, то це означає, що її прибутковість підвищуватиметься або падатиме вдвічі менше, ніж у всього ринку. Портфель акцій з таким β -коефіцієнтом матиме вдвічі менший ступінь ризику порівняно з портфелем акцій, які мають $\beta = 1$. У той же час, якщо акція має $\beta = 2$, то її рухливість вдвічі вища, ніж у середньої акції. Портфель, що складається з таких акцій, буде вдвічі більш ризиковий, ніж той, що складається із середніх акцій. Вартість портфеля акцій з $\beta = 2$ зростає або падає значно швидше, ніж вартість всього ринку акцій.

У США такі відомі компанії, як “Merrill Lynch” і “Value Line” розраховують β -коефіцієнти для багатьох сотень компаній. Для більшості акцій β -коефіцієнт змінюється від 0,5 до 1,5, а його середнє значення для всіх акцій за замовчуванням дорівнює 1. Теоретично β -коефіцієнт може бути негативним. Це стається тоді, коли прибутковість ринкового портфеля зростає, а за окремою акцією падає, і навпаки. Насправді це трапляється надзвичайно рідко. Так, з 1700 акцій, для яких розраховуються β -коефіцієнти фірмою “Value Line”, немає жодної з негативним β -коефіцієнтом.

Якщо акцію, β -коефіцієнт якої вище, ніж середньоринкове значення портфеля ($\beta > 1$), додати до портфеля з $\beta = 1$, тоді β -коефіцієнт портфеля зростає, відповідно збільшується і його ризик. І навпаки, якщо до портфеля з $\beta = 1$ додати акцію з $\beta < 1$, то бета і ризик портфеля знизяться. Таким чином, оскільки β акції пока-

зує її внесок у величину ризику портфеля, цей коефіцієнт можна вважати мірою ризику акцій.

Значення β обчислюється на основі даних минулих періодів. Припустимо, що є певні дані про прибутковість акції i (R_i) і всього ринку (R_m). Відобразимо ці результати в прямокутній системі координат, де по горизонталі відкладені значення прибутковості ринку в цілому (ринкового портфеля), а по вертикалі — значення прибутковості цієї акції. Рівняння лінії регресії між цими показниками має такий вигляд:

$$R_i = \alpha_i + \beta \cdot R_m + e_i. \quad (10.4)$$

Таким чином, прибутковість акції i дорівнює деякій постійній (α) плюс коефіцієнт нахилу лінії регресії (β), помножений на середньоринкову дохідність (R_m), плюс величина деякої помилки (e_i).

На практиці частіше використовують величину місячної прибутковості. Зазвичай при цьому беруться дані за п'ять років, тож для знаходження лінії регресії використовується 60 спостережень. Для розрахунку коефіцієнтів регресії можна скористатися методом найменших квадратів.

Які передумови моделі оцінки вартості фінансових активів. Аналіз ризику акцій у портфелі є складовою частиною моделювання процедури оцінки фінансових активів. Тож, зважаючи на зазначене вище, можемо резюмувати.

1. Ризик акцій складається з двох компонентів — специфічного ризику фірми й ринкового ризику.

2. Специфічний ризик фірми може бути усунений шляхом диверсифікації. Більшість інвесторів чинять саме так: шляхом формування великого портфеля акцій. Таким чином, раціональний інвестор має справу тільки з ринковим ризиком, на який наражаються всі акції.

3. Інвестори мають отримувати компенсацію за ризик — чим він більший, тим вища необхідна прибутковість. Однак слід пам'ятати, що компенсується лише ринковий (недиверсифікований) ризик. Припустимо, що половину сумарного ризику ак-

ції А становить специфічний ризик, а іншу — ринковий. Якийсь інвестор тримає тільки акції А й наражається на їх сумарний ризик. Як компенсацію за такий великий ризик він хоче мати ризикову премію в розмірі 10 % понад норму прибутку на безризикові вкладення в державні короткострокові облігації. Якщо прибутковість державних облігацій складає 10 % річних, то необхідна норма прибутку на акцію А складе $10\% + 10\% = 20\%$. Припустімо, що інші інвестори також мають акції А, але вони тримають їх в широко диверсифікованому портфелі. Це означає, що половина сумарного ризику цих акцій (специфічний ризик) виключена, залишається тільки ринковий ризик. Тому й ризикова премія на такі акції буде меншою, і необхідна норма прибутку складе $10\% + 5\% = 15\%$.

Якщо, наприклад, прибутковість акції А складе 18 %, то інвестори прагнутимуть купити її, ціна акції підніметься і норма прибутку знизиться. Зрештою інвестори мають погодитися з нормою прибутку на акцію А в 15 %. Таким чином, премія за ризик на ринку, де діють раціональні інвестори, компенсує тільки ринковий ризик.

4. Ринковий ризик вимірюється за допомогою β -коефіцієнта, який для кожної акції є мірою її рухливості щодо всього ринку акцій. Якщо β -коефіцієнт акції дорівнює одиниці, то її прибутковість змінюється в точній відповідності з усім ринковим портфелем — це акція середнього ризику. Якщо $\beta = 2$, то ступінь ризику акції вдвічі вищий, ніж ступінь ризику ринкового портфеля. При $\beta = 0,5$ акція має лише половину ризику середньої акції.

5. Оскільки β -коефіцієнт показує, як акція впливає на ризик диверсифікованого портфеля, то β є найбільш придатною мірою ризику акції.

Як обчислити β -коефіцієнт портфеля. Для портфеля акцій β -коефіцієнт розраховується як зважена середня значень бета індивідуальних цінних паперів:

$$\beta_p = \beta_1 \cdot w_1 + \beta_2 \cdot w_2 + \dots + \beta_n \cdot w_n \quad (10.5)$$

або

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n \beta_i \cdot w_i,$$

де β_p — бета портфеля, який відображає рухливість портфеля щодо всього ринку;

β — бета i -ї акції;

w_i — частка інвестицій в i -у акцію.

Що таке премія ринкового ризику, як її визначити. Як зазначалося, β -коефіцієнт є мірою ризику акцій. Але яке співвідношення між ризиком і прибутковістю? Запитання можна сформулювати таким чином: яка має бути прибутковість акції, щоб інвестор міг отримати компенсацію за те, що наражається на ризик при її покупці?

За те, що інвестори беруть на себе ринковий ризик, навіть якщо вкладають кошти в широко диверсифікований портфель, вони розраховують на певну премію, яка може бути визначена як премія ринкового ризику й обчислена за формулою:

$$RP_m = R_m - R_f, \quad (10.6)$$

де RP_m — премія ринкового ризику;

R_m — необхідна дохідність ринкового портфеля, тобто портфеля, що складається з усіх акцій; або це необхідна прибутковість середньої акції ($\beta = 1,0$);

R_f — прибутковість безризикових вкладень; зазвичай для цілей економічного аналізу до безризикових зараховують вкладення в державні облігації.

Ризикова премія на i -у акцію обчислюється за формулою:

$$RP_i = (R_m - R_f) \cdot \beta_i. \quad (10.7)$$

Слід зазначити, що ризикова премія по всьому ринку (або ризикова премія середньої акції) не може бути оцінена з достовірною точністю, оскільки неможливо отримати точну величину R_m . Однак емпіричні дослідження дають можливість оцінити її зна-

чення. Наприклад, розрахунки, здійснені за даними 400 американських промислових компаній, що входять в індекс S & P-500 протягом 20 років, засвідчили, що ризикова премія коливалася від 4 до 8 %.

Як визначити необхідну прибутковість акції. Що таке лінія ринку цінних паперів. Якщо відомі значення R_f , R_m і β_i , то для знаходження необхідної прибутковості i -акції, можна використати лінію ринку цінних паперів (Security Market Line — SML), рівняння якої має такий вигляд:

$$R_i = R_f + (R_m - R_f) \cdot \beta_i. \quad (10.8)$$

Нахил лінії ринку цінних паперів відображає ступінь уникнення ризику інвесторами або несхильність до ризику. Чим вищий ступінь уникнення ризику, тим крутіший нахил лінії щодо горизонтальної осі, вища ризикова премія для будь-якої акції і більша необхідна прибутковість акції.

Якби не було ніякого уникнення ризику, то, відповідно, і ризикової премії теж, і лінія ринку цінних паперів була б горизонтальною. Ризикова премія і нахил лінії ринку цінних паперів з'являються саме тому, що існує несхильність інвесторів до ризику. Згодом положення лінії ринку цінних паперів може змінюватися внаслідок зміни процентних ставок, ступеня уникнення інвесторами ризику й змін β -коефіцієнтів окремих акцій.

Який вплив інфляції на норму прибутку. Норма відсотка являє собою плату за залучення грошей, або ціну грошей. Таким чином, безризикова норма прибутку (R_f), про яку йшлося вище, і є ціною грошей для безризикових вкладень. Безризикова норма відсотка зазвичай асоціюється з нормою відсотка за державними короткостроковими облігаціями. Це так звана номінальна норма відсотка, яка складається з двох частин: 1) реальної, вільної від інфляції норми відсотка і 2) інфляційної премії, яка дорівнює прогнозованій нормі інфляції. Таким чином, маємо:

$$R_f = R_{fi} + IP, \quad (10.9)$$

де R_f — номінальна процентна ставка (безризикова норма прибутку);

R_{fi} — реальна, вільна від інфляції норма відсотка;

IP — інфляційна премія.

За результатами багаторічних спостережень у США та інших країнах реальна процентна ставка коливається між 2 % і 4 %, з середнім значенням близько 3 %. І якщо ніякої інфляції не очікується, то безризикові вкладення, наприклад державні довгострокові облігації, приносять близько 3 % на рік. Однак у разі інфляції до вільної від ризику ставки має бути додана інфляційна премія, щоб компенсувати інвесторам втрату купівельної спроможності грошей. Тому, наприклад, безризикова норма прибутку, що дорівнює 6 %, може розглядатися як номінальна процентна ставка, яка складається з реальної норми в розмірі 3 % та інфляційної премії в розмірі також 3 %, тобто:

$$R_f = R_{fi} + IP = 3\% + 3\% = 6\%. \quad (10.10)$$

Якщо очікувана норма інфляції зростає до 5 %, то це призведе до підвищення R_f до 8 % ($3\% + 5\% = 8\%$). У цьому разі необхідна норма прибутку на будь-яку акцію зростає на 2 %. Таким чином, збільшення безризикової норми прибутку R_f на певну величину призводить до такого ж зростання норми прибутку на всі ризиковані вкладення. Інакше кажучи, інфляційна премія включається в необхідну норму прибутку як безризикових, так і ризикованих вкладень.

Чому необхідно формувати портфель цінних паперів

Як було зазначено, з точки зору пересічного інвестора акції та облігації являють собою інвестиційний товар, який купується з метою отримання прибутку. Різниця тільки у величині й передбачуваності або непередбачуваності цього доходу. Причому такий підхід до інвестицій у цінні папери характерний як з боку індивідуальних, так і багатьох інституційних інвесторів. Більшість взаємних, інвестиційних і недержавних пенсійних

фондів придбаває акції не з метою володіння великим пакетом акцій, який би давав їм можливість брати участь в управлінні підприємством, а саме з метою отримання доходу на ці акції. Більше того, за законодавством багатьох країн інституційні інвестори зобов'язані диверсифікувати свої вкладення. Отже, для інституціональних інвесторів та великих індивідуальних інвесторів, що вкладають свої кошти в цінні папери з метою отримання доходу, постає питання: як розподілити свої вкладення, щоб досягти тих цілей, які ставить перед собою інвестор? Інакше кажучи, інвестор повинен мати певний набір цінних паперів, тобто сформувати портфель цінних паперів, який би відповідав цілям, поставленим інвестором.

Слід зазначити, що формування портфеля цінних паперів — процес досить складний. Він вимагає високої кваліфікації упорядника й передбачає ретельну процедуру відбору цінних паперів, аналізу їх інвестиційних якостей. Пересічному інвестору виконання такої процедури не під силу. На практиці цим займаються інвестиційні компанії та фонди, які здійснюють інвестиції в цінні папери за дорученням своїх клієнтів. Тому надалі, коли розглядатимемо процес формування портфеля, будемо припускати, що портфель формується не дилетантом, а професіоналом. І під словом «інвестор» розумітимемо інвестора-професіонала, який діє у своїх інтересах або інтересах клієнта.

Які чинники впливають на склад портфеля

Вкладення в цінні папери здійснюються з метою отримання інвестиційного доходу. Однак таке формулювання є занадто узагальненим. Дохід може бути отриманий у формі відсотків і дивідендів або у вигляді приросту курсової вартості цінних паперів (насамперед акцій). Тому на склад портфеля впливатиме те, які цілі ставить інвестор, вкладаючи кошти в цінні папери.

На вибір мети впливає низка факторів, серед яких можна визначити такі.

1. Портфель має забезпечувати регулярне надходження інвестору певної суми коштів, необхідної для задоволення всіх або частини його життєвих потреб. Наприклад, пенсіонер планує отримувати від інвестицій певний щорічний дохід, який є додатком до пенсії і забезпечує йому певний спосіб життя (харчування, житло, поїздки тощо).

2. Інфляція може зменшити купівельну спроможність грошей. У результаті одна й та номінальна сума доходу (наприклад, 10 000 дол. на рік) може спричинити зниження реального доходу інвестора. Тому останній може захотіти уникнути цього негативного ефекту й постаратися сформувати портфель так, щоб щорічний дохід зростав відповідно до темпів інфляції.

3. В інвестора може виникнути необхідність швидкої ліквідації портфеля. У цьому разі портфель має бути складений таким чином, щоб при ліквідації забезпечити збереження основної суми й кошти не було втрачено.

4. Оподаткування доходів інвестора. Інвестор, який отримує високі доходи й виплачує великі податки, у певних ситуаціях прагнутиме придбати цінні папери, доходи за якими не обкладаються податками.

5. Схильність інвестора до ризику. Якщо інвестор не схильний ризикувати, то склад портфеля буде іншим, ніж у разі з інвестором, готовим вкласти кошти в більш ризиковані цінні папери.

Які існують цілі формування портфеля. Найбільш типовими цілями формування портфеля цінних паперів є такі:

- 1) отримання доходу;
- 2) отримання доходу й підвищення вартості портфеля;
- 3) підвищення вартості портфеля й отримання доходу;
- 4) підвищення вартості портфеля.

Перелічені цілі відображають різне ставлення інвестора до отримання доходу та підвищення вартості портфеля. Портфелі, у яких основна увага приділяється доходу, прийнято вважати найбільш консервативними. Вони мають складатися з облігацій,

за якими виплачується цілком певний дохід, а також з тих акцій, за якими дивідендні виплати становлять високий відсоток від прибутку. У США, наприклад, до таких акцій належать акції комунальних підприємств, де контрольний пакет перебуває в руках держави. За цими акціями виплачуються високі дивіденди, але приріст їх курсової вартості незначний. Отже, вартість портфеля таких акцій буде підвищуватися незначно.

Радикально іншою є мета підвищення вартості портфеля. У цьому разі в портфель включаються акції швидкозростаючих компаній. Потенційний прибуток таких підприємств великий. Однак ці компанії залишають дохід на розвиток і виплачують низькі дивіденди або не виплачують їх зовсім. Вигода інвестора залежить від зростання курсової вартості акцій. Потенційний виграш інвестора може бути значним, але таким же великим є і ризик не отримати очікуваний прибуток. Цей ризик пов'язаний як із самою компанією, так і з ринком. Вкладення коштів в акції зростання та орієнтація інвестора на підвищення вартості портфеля належить до найбільш ризикованої або агресивної інвестиційної політики.

Проте не всі інвестори вважають за краще діяти настільки ризиковано, тому вибирають дві інші цілі. Мета отримати дохід і підвищити вартість портфеля трохи більше уваги приділяє отриманню доходу, у той час як мета підвищити вартість портфеля й отримати дохід на передній план висуває перше. Цим двом цілям відповідатимуть портфелі, у яких буде різна частка більш ризикованих акцій зростання.

У результаті встановлення мети портфеля виробляється напрям з формування його складу. Якщо інвестор орієнтований на отримання доходу, то портфель має бути складений з облігацій та акцій надійних компаній, що виплачують високі дивіденди. Як крайня позиція, портфель може складатися тільки з облігацій. Це може статися в тому разі, коли інвестор намагається уникнути будь-якого ризику або коли ставить чітко за мету отримання певного щорічного доходу.

Які принципи диверсифікації портфеля облігацій

Складність подальшої роботи з формування портфеля цінних паперів залежить від того, яке рішення прийнято інвестором на першому етапі — етапі вибору мети портфеля. Найбільш просто розв'язується питання зі складом портфеля, що містить лише облігації. У цьому разі завдання зводиться до того, щоб визначити, які з них включати в портфель. Хоча облігації мають значно менший ризик, ніж акції, проте навіть найнадійніші облігації — державні — не є абсолютно безризиковими паперами. Тож при формуванні складу портфеля, який містить тільки облігації, потрібна деяка диверсифікація.

Диверсифікація облігацій, навіть найбільш високоякісних, необхідна для того, щоб зменшити втрати, які можуть виникнути, якщо емітент не зможе виконати взяті на себе зобов'язання. Проте оскільки ризик при цьому відносно невеликий, то немає потреби вдаватися до широкої диверсифікації портфеля облігацій. Адже ризик при цьому знижуватиметься незначно і можна більше втратити від зростання витрат, пов'язаних з додатковим вкладанням коштів на придбання більшої кількості дрібніших пакетів цінних паперів. Тому кількість облігацій у портфелі може бути відносно невеликою. Як свідчить досвід розвинених країн, портфель, що складається з облігацій десяти емітентів, може цілком забезпечити бажану диверсифікацію і водночас мінімізувати витрати з купівлі-продажу облігацій. А оскільки ризик, пов'язаний з кожним випуском, приблизно однаковий, то цілком виправданим буде рішення направити в кожен із них рівні обсяги коштів тобто по 10 %.

Однак основним питанням при складанні портфеля з облігаціями є рішення про співвідношення короткострокових і довгострокових облігацій. Воно залежить від того, яку мету переслідує інвестор при вкладенні коштів в облігації. Якщо це щорічне отримання певного доходу, то доцільно вкласти кошти в довгострокові облігації, тому що процентні виплати за ними зазвичай вищі, ніж за короткостроковими.

Таке твердження буде справедливим, якщо протягом десяти років зберігатиметься стабільна економічна ситуація і ставки за короткостроковими вкладками не змінюватимуться. Насправді процентні ставки за короткостроковими зобов'язаннями схильні до досить значних коливань і можуть дуже вирости. Це своєю чергою може знизити вартість довгострокових облігацій і знецінити вартість боргу.

Таким чином, при формуванні портфеля облігацій головним завданням є вибір терміну дії цінних паперів у портфелі. Якщо процентні ставки залишаються незмінними або спостерігається тенденція до їх зниження, то кращими виявляються довгострокові інструменти, оскільки за ними встановлюються більш високі ставки. Якщо ж спостерігається зростання процентних ставок, то кращим буде портфель, складений з короткострокових облігацій. І оскільки зміну процентних ставок на тривалий термін передбачити досить складно, то на практиці слід дотримуватися розумного поєднання коротко-, середніх та довгострокових боргових зобов'язань.

Які основні етапи формування портфеля акцій

Якщо інвестор орієнтований на збільшення вартості портфеля, то останній має бути складений з акцій. У процесі формування портфеля можна виділити кілька етапів. На першому слід вирішити, яку кількість акцій включати в портфель. Емпіричний аналіз свідчить, що портфелі з числом акцій від 8 до 16 поводяться не набагато гірше, ніж з великою кількістю акцій, і можуть забезпечити достатнє зниження ризику. Крім того, такі портфелі вимагають менших витрат щодо формування і зміни свого складу.

На другому етапі складання портфеля здійснюється ретельний відбір акцій, що включаються в нього. Для цього слід проаналізувати, як діють акції в умовах сприятливої і несприятливої кон'юнктури, і з урахуванням переваг інвестором до очікуваного

прибутку дібрати ті, що поводяться несхожим чином, щоб забезпечити зниження ризику портфеля.

На третьому етапі слід визначити, яку частку інвестицій спрямувати на кожен вид відібраних акцій. Найбільш простий спосіб полягає в тому, щоб розподілити рівні частки інвестицій у кожен пакет акцій. Цей спосіб досить простий та зручний і, як свідчить практика, дає непогані результати.

Які принципи формування комбінованого портфеля. У разі якщо метою портфеля є отримання поточного доходу та підвищення вартості активу, у нього слід включити акції компаній, які виплачують відносно стабільні дивіденди, та спрямувати певну частину коштів на придбання боргових паперів, що є стабільним джерелом доходу. Співвідношення акцій та боргових паперів буде залежати від того, на що робиться більший акцент — на підвищення вартості портфеля чи на отримання поточного доходу.

Якщо трактувати все сказане в термінах сучасної теорії портфеля, то всі перелічені цілі проявляються в ставленні інвестора до очікуваної норми прибутку портфеля та ступеня його ризику. Саме інвестор залежно від поставлених цілей портфеля і схильності до ризику має вибрати найбільш привабливе для нього поєднання цих двох параметрів сформованого портфеля.

Оскільки переважна більшість приватних інвесторів (особливо дрібних і середніх) не має можливості формувати власні портфелі, то їм доводиться вибирати, кому з колективних інвесторів (акціонерних і пайових інвестиційних фондів) довірити керування своїми коштами.

Чи потрібно переглядати портфель.

Що таке управління портфелем

На початку сформований портфель протягом якогось часу може не відповідати вимогам інвестора й переглядатися. Це відбувається у зв'язку з тим, що змінюється ставлення останнього до ризику та прибутковості. Можуть статися зміни і в про-

гнозах інвестора. Він має вирішити, яким повинен бути новий портфель, і внести відповідні зміни. Оскільки перегляд портфеля здійснюється регулярно, то сукупність дій щодо цього можна розглядати як управління портфелем.

Зазвичай розрізняють два підходи до управління портфелем — пасивний і активний. Перший передбачає володіння цінними паперами протягом відносно тривалого періоду часу з невеликими змінами. У такому разі склад портфеля змінюється тільки тоді, коли відбуваються зміни:

- в перевагах інвестора;
- безризикової процентної ставки;
- загальних прогнозів прибутковості та ризику вихідного портфеля;
- у привабливості окремих галузей та акцій як об'єктів інвестування через відмінності в нормах прибутку.

Активне управління портфелем ґрунтується на тій передумові, що час від часу з'являються не правильно оцінені ринком цінні папери (завищені або занижені за ціною). Якщо інвестор вважає, що ціна на певні папери занижена, то очікуватиме в майбутньому зростання прибутковості за ними та прагнучиме збільшувати частку цих паперів у портфелі, і навпаки.

Які основні принципи управління портфелем. Зміни в структурі портфеля відбуваються у зв'язку зі зміною ставлення інвестора до ризику та прибутковості портфеля, під впливом зміни прогнозів в економіці, руху курсів цінних паперів. У цьому разі інвестор вирішує, яким має бути новий портфель, і вносить відповідні зміни в його структуру. Далі оцінює додаткові транзакційні витрати та зіставляє їх із розміром передбачуваного прибутку від перегляду складу портфеля. Тобто останнє слід розглядати з точки зору певних вигод — або збільшення очікуваної прибутковості портфеля, або зниження його ризику, або того й того. З розміром цих можливих вигод слід зіставити величину транзакційних витрат, що виникають у зв'язку з переглядом складу портфеля. Інвестору потрібно вибрати ті папери, які з урахуванням транзакційних витрат можуть привести

до максимального поліпшення портфеля щодо його прибутковості та ризику.

При активному управлінні портфелем керуючий має здійснювати відбір цінних паперів з урахуванням фаз руху ринку. Коли очікується підйом ринку, у портфель слід включати акції з високим коефіцієнтом β , оскільки в цьому разі його прибутковість буде вищою, ніж усього ринку. І навпаки, якщо очікується спад ринку, то вигідніше мати портфель акцій з низьким β -коефіцієнтом. Якщо інвестор буде точним у своїх прогнозах, то його портфель буде більш ефективним, ніж ринковий портфель з коефіцієнтом, рівним одиниці.

Окремі складові портфеля з плином часу змінюють свої характеристики прибутковості та ризику, тому інвестор має позбавлятися від тих активів портфеля, які не відповідають його цілям. З ростом або падінням вартості окремих акцій, що входять у портфель, ефект від їх диверсифікації може послаблюватися. Таким чином, зміна структури портфеля є необхідним заходом для його диверсифікації.

Навчальне видання

**РАМСЬКИЙ Андрій Юрійович
ЖУКОВА Юлія Миколаївна
ОБУШНИЙ Сергій Миколайович**

РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ у питаннях та відповідях

Навчальний посібник

За зміст і якість поданих матеріалів відповідають автори

Науково-методичний центр видавничої діяльності
Київського університету імені Бориса Грінченка

Завідувач НМЦ видавничої діяльності *М.М. Прядко*

Відповідальна за випуск *А.М. Даниленко*

Над виданням працювали: *Л.В. Потравка, Т.В. Нестерова, Н.І. Погорєлова*

Підписано до друку 26.02.2021 р. Формат 60x84/16.

Ум. друк. арк. 13,14. Обл.-вид. арк. 12,25. Наклад 30 пр. Зам. № 1-12.

Київський університет імені Бориса Грінченка,
вул. Бульварно-Кудрявська, 18/2, м. Київ, 04053.

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 4013 від 17.03.2011 р.

Попередження! Згідно із Законом України «Про авторське право і суміжні права» жодна частина цього видання не може бути використана чи відтворена на будь-яких носіях, розміщена в мережі Інтернет без письмового дозволу Київського університету імені Бориса Грінченка й авторів. Порухення закону призводить до адміністративної, кримінальної відповідальності.