

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ УКРАЇНИ  
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

**О. Г. Мендрул, І. А. Шевчук**

**РИНОК  
ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

**Київ 1998**

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ УКРАЇНИ  
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

**О. Г. Мендрул, І. А. Шевчук**

**РИНОК  
ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

**Навчальний посібник**

*Допущено Міністерством освіти України*

**Київ 1998**

ББК 65.262.2  
М 50

*Розповсюдження та тиражування  
без офіційного дозволу КНЕУ заборонено*

**Рецензенти:**

*О. М. Мозговий*, канд. екон. наук  
(Держ. комісія з цін. паперів та фондового ринку)

*Г.О.Швиданенко*, канд. екон. наук, проф. (Київ. нац. екон. ун-т)

**Редактор**

*І. О. Соломарський*

**Мендрул О. Г., Шевчук І. А.**

М50      Ринок цінних паперів: Навч. посібник. — К.: КНЕУ, 1998. — 152 с.  
ISBN 966–574–006–7

У навчальному посібнику, підготовленому відповідно до типової програми дисципліни “Ринок цінних паперів”, розглянуто процес функціонування фондових ринків розвинутих країн, а також специфічні проблеми становлення ринку цінних паперів в Україні.

Для студентів вузів, що навчаються за магістерською програмою “Інвестиційний менеджмент та приватизація”, а також для фахівців у галузі цінних паперів.

ББК 65.262.2

ISBN 966–574–006–7

© О. Г. Мендрул, І. А. Шевчук, 1998  
© КНЕУ, 1998

## ЗМІСТ

### **Частина I. ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

<b>Розділ 1. Загальна характеристика ринку цінних паперів .....</b>	<b>6</b>
1.1. Ринок цінних паперів як складова частина фінансового ринку .....	6
1.2. Основні характеристики ринку цінних паперів .....	11
1.3. Суб'єкти ринку цінних паперів .....	15
1.4. Фактори, що впливають на стан фондового ринку.....	18
<b>Розділ 2. Правове регулювання ринку цінних паперів .....</b>	<b>20</b>
2.1. Загальна характеристика правового регулювання ринку цінних паперів .....	20
2.2. Державне регулювання ринку цінних паперів .....	22
2.3. Саморегулювання фондового ринку.....	25
<b>Частина II. ІНСТРУМЕНТИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ</b>	
<b>Розділ 3. Державні та муніципальні цінні папери .....</b>	<b>28</b>
3.1. Державні цінні папери .....	28
3.2. Муніципальні цінні папери.....	33
3.3. Особливості українських державних і місцевих позик .....	34
<b>Розділ 4. Акції корпорацій .....</b>	<b>42</b>
4.1. Акціонерна організаційно-правова форма підприємств .....	42
4.2. Акції та їх види .....	45
4.3. Особливості акцій українських акціонерних товариств.....	47
4.4. Дивідендна політика корпорацій .....	51
<b>Розділ 5. Боргові цінні папери підприємств (організацій) .....</b>	<b>55</b>
5.1. Облігації підприємств (організацій) .....	55
5.2. Депозитні та ощадні сертифікати банків.....	61
5.3. Векселі.....	62

<b>Розділ 6. Похідні цінні папери і сурогати .....</b>	<b>66</b>
6.1. Інвестиційні сертифікати .....	66
6.2. Права як види цінних паперів.....	70
6.3. Сурогати цінних паперів.....	74

### **Частина III. ОЦІНКА ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

<b>Розділ 7. Фінансові розрахунки по цінних паперах .....</b>	<b>77</b>
7.1. Оцінка емітентів та біржових індексів .....	77
7.2. Показники акцій і облігацій.....	79
7.3. Оцінка вартості цінних паперів.....	85

<b>Розділ 8. Оцінка акцій (пакетів акцій) українських підприємств.....</b>	<b>89</b>
8.1. Основні принципи оцінки акцій.....	89
8.2. Інвестиційна привабливість ринку підприємства (галузі) .....	90
8.3. Господарська діяльність підприємства.....	94
8.4. Прогнозування діяльності емітента .....	105
8.5. Оцінка акцій (пакета акцій) .....	109

### **Частина IV. ОПЕРАЦІЇ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ НА УКРАЇНСЬКОМУ ФОНДОВОМУ РИНКУ**

<b>Розділ 9. Первинне розміщення цінних паперів .....</b>	<b>121</b>
9.1. Способи первинного розміщення цінних паперів .....	121
9.2. Реєстрація емісії цінних паперів .....	130
<b>Розділ 10. Обіг цінних паперів.....</b>	<b>133</b>
10.1. Організаційно-правові засади функціонування фондових бірж.....	133
10.2. Порядок торгів на Українській фондовій біржі.....	140
10.3. Організація позабіржового ринку цінних паперів .....	145
<b>Література .....</b>	<b>149</b>

ЧАСТИНА I

**ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВІ ЗАСАДИ  
ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ  
ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

---

РОЗДІЛ 1

**ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА  
РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

РОЗДІЛ 2

**ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ  
ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

## РОЗДІЛ I

### ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ\*

**Ключові поняття і терміни:** цінні папери; групи цінних паперів; властивості цінних паперів; ринок цінних паперів; сектори ринку цінних паперів; принципи функціонування ринку цінних паперів; суб'єкти ринку цінних паперів; фактори, що впливають на стан ринку цінних паперів

#### 1.1. РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЯК СКЛАДОВА ЧАСТИНА ФІНАНСОВОГО РИНКУ

##### Цінні папери

Існує безліч причин того, що **підприємства** відчувають нестачу грошей і, водночас, є дуже обмежена кількість способів їх залучення. Це в основному отримання позики та запрошення до участі у капіталі підприємства. Отримуючи позику, боржник зобов'язується повернути гроші кредитору разом з платою за користування ними; кредитор при цьому має від підприємства чи посередника певні гарантії щодо своєчасного повернення боргу. За участі у капіталі купується частка майна, котра дає право на отримання доходів від функціонування підприємства, що гарантується можливістю управління останнім.

Крім підприємств, грошей постійно потребує **влада**, яка має (у порівнянні з підприємствами) набагато більше способів їх залучення. Однак, зважаючи на те, що прямі фіскальні вилучення мають свої межі, вона теж користується позиками, при цьому на таких самих умовах платності, поверненості та гарантованості, що й інші боржники.

Купівля-продаж позик і часток підприємств відбувається на фінансовому ринку. Зрозуміло, що угоди між сторонами підтверджуються певними документами — договором купівлі-продажу, кредитним договором тощо. Можуть виникнути обставини (наприклад негайна потреба у готівці), коли кредитор чи власник частки підприємства передає свій борг або пай у майні третій особі, тобто документи, що обслуговують конкретну угоду, можуть «відокремитися» від неї.

*Ті документи, котрі відокремилися від угоди  
щодо купівлі-продажу позик або часток підприємств  
і почали самостійне життя,  
виконуючи при цьому деякі функції грошей  
та набуваючи цілком нових властивостей,  
мають назву цінних паперів*

---

\* Автор част. I—IV (розділи 1—8) доц. О. Г. Мендрул.

Безумовно, що грошей потребує і третій суб'єкт ринку — **домогосподарства**, які залучають їх через позики. Але, оскільки кількість кредиторів окремого домогосподарства обмежена у порівнянні з підприємством чи державою, бо його грошові потреби незрівнянно менші, свої боргові зобов'язання домогосподарства не оформляють як цінні папери, а укладають звичайні позикові угоди окремо з кожним кредитором.

Офіційне тлумачення поняття цінних паперів дає Закон України «Про цінні папери та фондову біржу»:

«Цінні папери — грошові документи, що засвідчують право володіння або відносини позики між особою, яка їх випустила, та їх власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або процентів, а також можливість передачі грошових та інших прав, що впливають з цих документів, іншим особам» [1].

**Групи цінних паперів** Цінні папери поділяються на три групи. **Пайові цінні папери** — тобто ті, що засвідчують участь у акціонерному капіталі, дають власникам право на управління корпорацією, на отримання доходів від її діяльності та одержання частки майна за ліквідації товариства. Емітент таких цінних паперів зобов'язань щодо повернення грошей, інвестованих у його діяльність, не несе.

**Боргові цінні папери** — ті, за якими емітент несе зобов'язання щодо повернення залучених коштів і виплати грошей за користування ними. Інвестор, що володіє такими цінними паперами, не має прав на участь у діяльності емітента.

**Похідні цінні папери** — ті, що зв'язані з обігом пайових і боргових цінних паперів та прав щодо них.

**Властивості цінних паперів** Цінні папери, як уже зазначалося, набувають особливих властивостей, а саме:

- ◆ ринковості;
- ◆ дохідності;
- ◆ ризикованості;
- ◆ ліквідності;
- ◆ спекулятивності;
- ◆ стандартності.

**Ринковість** — здатність цінних паперів купуватися та продаватися на ринку, виступати як самостійний платіжний засіб, а також бути об'єктом інших цивільних відносин (позики, спадщини, дарування, гарантії тощо).

**Дохідність** — властивість цінних паперів виступати як засіб збереження і нагромадження багатства. Як будь-яке багатство цінні папери мають вартість:

- номінальну ⇒ встановлюється емітентом довільно при емісії;
- балансову ⇒ котра є бухгалтерським відображенням забезпеченості цінних паперів капіталом емітента;
- ринкову ⇒ вартість цінних паперів на ринку;
- розрахункову ⇒ визначається за допомогою фінансових розрахунків.



**Ризикованість** — властивість цінних паперів завдати власникам грошових втрат через зменшення своєї дохідності під впливом різноманітних факторів.

**Ліквідність** — властивість цінних паперів швидко перетворюватися на гроші без великих втрат для власника.

**Спекулятивність** — можливість цінних паперів стати об'єктом спекуляцій.

**Стандартність** — по-перше, відповідність зовнішнього оформлення цінних паперів єдиним законодавчо визначеним вимогам (при цьому цінні папери можуть існувати як у матеріальному вигляді, так і у дематеріалізованій формі як записи на рахунках); по-друге, однаковість правових наслідків для суб'єктів ринку щодо операцій з цінними паперами окремих груп і видів.

### **Ринок цінних паперів**

Цінні папери обертаються на фінансовому ринку, який забезпечує розподіл грошових коштів між підприємствами, органами влади і домогосподарствами.

Залежно від класифікаційних ознак фінансовий ринок поділяється (рис.1.1):

- **на кредитний ринок**, що охоплює позичкові відносини і має дві складові: ринок банківських кредитів та ринок боргових цінних паперів;
- **валютний ринок**, на якому проводяться операції з іноземними валютами;
- **страховий ринок**, що охоплює відносини щодо фінансового переведення індивідуальних ризиків у колективні;
- **ринок пайових цінних паперів**, на якому відбувається торгівля правами власності на окремі частки підприємств.

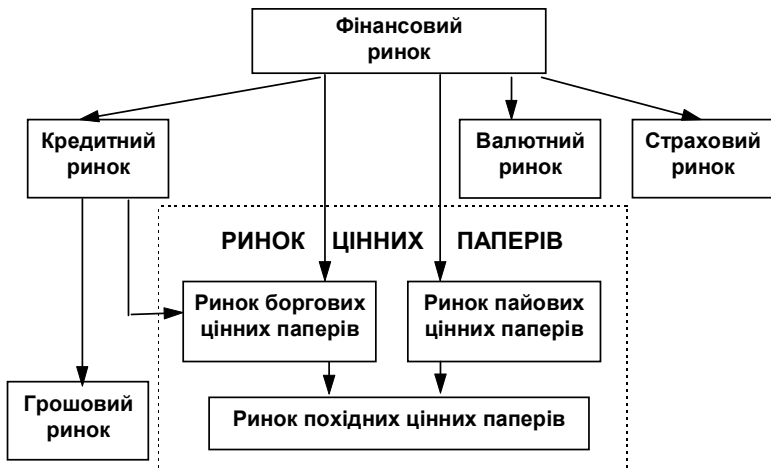


Рис.1.1. Місце ринку цінних паперів у структурі фінансового ринку

**Ринок цінних паперів є часткою фінансового ринку, що охоплює відносини, зв'язані з цінними паперами**

Синонімом поняття «ринок цінних паперів» є поняття «фондовий ринок».

Згідно з Концепцією функціонування і розвитку фондового ринку в Україні «ринок цінних паперів є багатофункціональною системою, яка сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу та соціальну сферу, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню добробуту громадян за рахунок володіння та вільного розпорядження цінними паперами, підготовленості населення до ринкових відносин» [14].

**Розмір ринку цінних паперів**

Ринок цінних паперів є головною сферою акумуляції і розподілу фінансових ресурсів (рис.1.2).

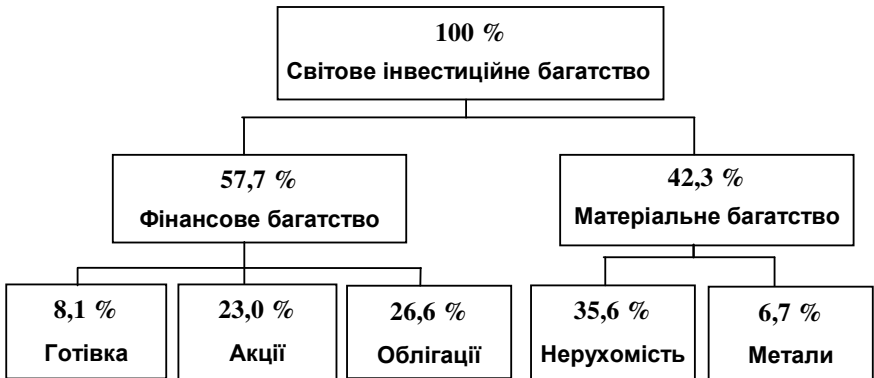


Рис. 1.2. Структура світового інвестиційного багатства [23, с.11].

Характеристику найбільших фондових ринків світу за вартістю акцій, що обертаються на фондових біржах, наведено у табл.1.1.

Таблиця 1.1

**ХАРАКТЕРИСТИКА НАЙБІЛЬШИХ ФОНДОВИХ РИНКІВ СВІТУ  
(на початок 1994 року) [26, с.115]**

Ринки цінних паперів	Ринкова вартість акцій в % до номінального обсягу валового національного продукту	Ринкова вартість компаній, акції яких обертаються на біржі, млрд дол.	Вартість акцій, що по них здійснювалися торговельні угоди, млрд дол.
США	76,2	5223	3705
Японія	68,3	3000	954

Великобританія	90,4	1152	424
<i>Продовження табл. 1.1</i>			
Німеччина	7,5	463	303
Франція	27,4	456	174
Канада	42,9	327	142
Швейцарія	78,3	272	168
Італія	10,9	136	66
Австралія	45,1	204	68
<b>Усього</b>		<b>11 233</b>	<b>5806</b>

Поряд з найбільшими, існують ринки, що формуються. Їх розмір невеликий і становить 5 % [26, с.113] сумарної вартості корпорацій, акції яких обертаються на фондових біржах.

Український ринок цінних паперів належить саме до тих, що тільки формуються. Одна з причин цього полягає у відносно короткому терміні існування національного фондового ринку. Законодавче його оформлення почалося з прийняття Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» у червні 1991 року; у жовтні того ж року була зареєстрована Українська фондова біржа, перші торги на якій відбулися в лютому 1992 року.

Незважаючи на невеликий розмір ринку, динаміка емісії свідчить про його загальне зростання (табл.1.2).

*Таблиця 1.2*

**ОБСЯГ ЕМІСІЇ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ  
у 1993–1995 рр.\***

Рік	Обсяг емісії, млрд крб.	Темп зростання обсягу емісії до 1993 р., раз
1993	1096,5	1,0
1994	28 572,5	26,1
1995	74 000,0	67,5

Беручи до уваги, що 78 % [27, с. 48] загального обсягу емісії становили акції підприємств, що приватизуються, а кількість таких підприємств

\* Розраховано за [27, с. 48].

постійно збільшується, перспективи зростання українського ринку досить обнадійливі.

## 1.2. ОСНОВНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

### Сектори ринку цінних паперів

Подібно до фінансового ринку, ринок цінних паперів можна умовно поділити на ряд частин — секторів (табл.1.3).

*Таблиця 1.3*

### СЕКТОРИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Критерії класифікації	Сектори ринку
1. Спосіб розміщення цінних паперів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• первинний ринок;</li> <li>• вторинний ринок</li> </ul>
2. Вид розміщення цінних паперів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ринок, на якому цінні папери розміщуються прямим зверненням емітента до покупця;</li> <li>• ринок, на якому цінні папери розміщуються через інституціонального інвестора</li> </ul>
3. Місце операцій з цінними паперами	<ul style="list-style-type: none"> <li>• повна фондова біржа;</li> <li>• позасписковий біржовий ринок;</li> <li>• торгівля «з прилавка»;</li> <li>• «третій ярус»</li> </ul>
4. Економічна природа цінних паперів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ринок боргових цінних паперів;</li> <li>• ринок пайових цінних паперів;</li> <li>• ринок похідних цінних паперів</li> </ul>
5. Суб'єкти випуску цінних паперів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ринок державних позик;</li> <li>• ринок муніципальних позик;</li> <li>• ринок цінних паперів підприємств і організацій</li> </ul>
6. Термін обігу цінних паперів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ринок цінних паперів з установленим строком обігу;</li> <li>• ринок цінних паперів без установленого строку обігу</li> </ul>
7. Механізм виплати доходу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ринок цінних паперів з фіксованим доходом;</li> <li>• ринок цінних паперів зі змінним доходом</li> </ul>
8. Територія обігу цінних паперів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• місцевий ринок цінних паперів;</li> <li>• національний ринок цінних паперів;</li> <li>• міжнародний ринок цінних паперів</li> </ul>

**Первинний ринок** є ринком перших та повторних випусків (емісій) цінних паперів, на якому відбувається їх первинне розміщення (андеррайтинг). На **вторинному ринку** здійснюється обіг раніше емітованих на первинному ринку цінних паперів, тобто їх перерозподіл. Первинне розміщення провадиться **прямим зверненням емітента до покупця**, або передачею всієї емісії чи її частки посереднику (**інституційному інвестору**), який бере на себе функції розповсюдження цінних паперів.

Існує кілька місць проведення операцій з цінними паперами, причому кожне з них призначене для компаній із різними ризиками і обсягами діяльності. Найбільш відомим, престижним та ефективним є **повна фондова біржа**, тобто організаційно оформлений регулярний ринок з купівлі-продажу цінних паперів, що утворюється торговцями фондовими цінностями. У країнах з розвинутими фондовими ринками для того, щоб біржа прийняла акції для торгу, корпорація повинна мати не менше п'ятирічного стажу бездоганної роботи і продавати через біржу не менше 25 відсотків своїх акцій, тобто бути великою і надійною. **Позасписковий біржовий ринок** обслуговує компанії, які не потрапили на повну біржу і вимоги до них простіші: трирічний стаж бездоганної роботи і продаж на біржі не менше 10 відсотків своїх акцій. **Торгівля «з прилавка»** здійснюється цінними паперами підприємств, результати діяльності яких не дозволяють їм потрапити на фондову біржу. Це переважно акції молодих маловідомих компаній, торгівля якими жорстко не регламентована. **«Третій ярус»** — це теж позабіржовий ринок, відмінність його від торгівлі «з прилавка» полягає у тому, що на цьому ринку діють такі самі правила укладення угод, що і на біржі.

Відповідно до економічної природи цінних паперів фондовий ринок поділяється на ринки: **боргових, пайових** цінних паперів та **похідних** від них. На ринку цінних паперів органів влади обертаються облігації **державних (центральної влади) і муніципальних (місцевої влади) позик**, на фондовому ринку **підприємств** (резидентів і нерезидентів) — цінні папери приватного сектора.

Залежно від терміну, на який залучаються фінансові ресурси, фондовий ринок поділяється на ринки цінних паперів з **установленим строком обігу і без такого**, а за механізмом виплати доходів — на ринки цінних паперів з **фіксованим і змінним доходом**.

З урахуванням територій, на яких розміщуються цінні папери, ринки поділяються також на **місцеві, національні, міжнародні**.

Виходячи з поведінки суб'єктів ринку, виділяють ринок, на якому переважають учасники, що розраховують на зниження цін і продають з надією купити пізніше, коли ціни знизяться ще більше — **«ведмежий**

ринок», та ринок, на якому переважають суб'єкти, що купують з розрахунком на підвищення цін — «бичачий ринок».

**Джерела капіталу** Споживачами капіталу на фондовому ринку, як уже було сказано, виступають органи влади і підприємства. **Постачальниками** капіталу є суб'єкти, що мають тимчасово вільні кошти, тобто підприємства, організації, домогосподарства (як резиденти, так і нерезиденти). Органи влади завжди виступають тільки як боржники.

*Головним джерелом капіталу на ринку цінних паперів є грошові заощадження домогосподарств*

Це положення ілюструють дані табл. 1.4; 1.5.

*Таблиця 1.4*

**ФІНАНСОВИЙ БАЛАНС РІЗНИХ СЕКТОРІВ ЕКОНОМІКИ США  
у 1988 р., млрд дол. США [20, с.22]**

Сектори економіки	Приплив фондів	Відтік фондів	Сальдо
Приватний сектор	295	140	+145
Нефінансовий бізнес	125	136	-11
Федеральний уряд	1	179	-178
Місцева влада	15	32	-17
Іноземний сектор	173	37	+136
<b>Інші</b>	<b>698</b>	<b>750</b>	<b>-52</b>

*Таблиця 1.5*

**ЗАЛЕЖНІСТЬ ПОПИТУ НАСЕЛЕННЯ НА ЦІННІ ПАПЕРИ ВІД ДОБРОБУТУ  
(1981) [20, с.15]**

Країна	Вартість цінних паперів на душу населення, млрд дол. США	Валовий продукт на душу населення, млрд дол. США
Канада	125	10 300
США	118	11 530
Японія	95	9890
Великобританія	85	8100
Мексика	12	2130
Бразилія	12	2050
Португалія	6	2350

*За даними соціологічного опитування населення України службою “СОЦІС-Геллап” у вересні 1996 р. своє матеріальне становище оцінюють як:*

- |                     |          |                      |          |
|---------------------|----------|----------------------|----------|
| • <i>дуже добре</i> | — 2,1 %  | • <i>погане</i>      | — 44,5 % |
| • <i>середнє</i>    | — 34,3 % | • <i>дуже погане</i> | — 19,0 % |

День. — 1996. — 22 жовт.

Зрозуміло, що розраховувати на приплив значних реальних інвестицій на ринок цінних паперів за такого матеріального становища населення не доводиться.

**Властивості капіталу на ринку цінних паперів**

Капітал, що живить фондовий ринок, має властивості вразливості, мобільності і рідкісності.

**Уразливість** — гроші, що вкладені у цінні папери, легше втратити (повністю або частково), ніж ті, що лежать у гаманці.

**Мобільність** — зважаючи на свою вразливість, капітал реагує на щонайменшу небезпеку тим, що залишає одних емітентів заради інших або виходить з ринку цінних паперів взагалі.

**Рідкісність** — капітал рідкісний у всьому світі і скрізь має величезний попит.

**Принципи функціонування ринку цінних паперів**

Загальними принципами функціонування ринку цінних паперів є:

- ◆ упорядкованість => наявність «правил гри», контролю за їх виконанням;
- ◆ прозорість => ринок має відповідати умовам відкритості інформації про емітентів, угоди, стан попиту і пропонування тощо;
- ◆ відкритість => на ринку не повинні існувати штучні бар'єри для входу і виходу;
- ◆ рівність можливостей => недопущення переваг будь-якого суб'єкта ринку над іншими;
- ◆ спокій => ринок не може бути «бурхливим», бо інакше дрібні інвестори, що є його опорою, залишать ринок;
- ◆ збалансованість => відповідність масштабів оптового ринку роздрібному.

Виходячи зі стратегії формування фондового ринку України, Верховна Рада визначила такі принципи **створення і функціонування** національного ринку цінних паперів:

**«соціальна справедливість** — забезпечення створення рівних можливостей та спрощення умов доступу інвесторів та позичальників на ринок фінансових ресурсів, недопущення монопольних проявів дискримінації прав і свобод суб'єктів ринку цінних паперів;

**надійність захисту інвесторів** — створення необхідних умов (соціально-політичних, економічних, правових) для реалізації інтересів суб'єктів фондового ринку та забезпечення захисту їх майнових прав;

**регульованість** — створення гнучкої й ефективної системи регулювання фондового ринку;

**контрольованість** — створення надійно діючого організму обліку і контролю, запобігання і профілактики зловживань та злочинності на ринку цінних паперів;

**ефективність** — максимальна реалізація потенційних можливостей фондового ринку щодо мобілізації та розміщення фінансових ресурсів у перспективні сфери національної економіки, що сприятиме забезпеченню її прогресу та задоволенню життєвих потреб населення;

**правова упорядкованість** — створення розвиненої правової інфраструктури забезпечення діяльності фондового ринку, яка чітко регламентує правила поведінки і взаємовідносин його суб'єктів;

**прозорість, відкритість** — забезпечення подання інвесторам повної і доступної інформації, що стосується умов випуску та обігу на ринку цінних паперів, гласності фінансово-господарської діяльності емітентів, усунення проявів дискримінації фондового ринку;

**конкурентність** — забезпечення необхідної свободи підприємницької діяльності інвесторів, емітентів і ринкових посередників, створення умов для змагання за найбільш вигідне залучення вільних фінансових ресурсів та встановлення немонопольних цін на послуги фінансових посередників за умов контролю дотримання правил добросовісної конкуренції учасниками фондового ринку» [5].

### 1.3. СУБ'ЄКТИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

**Класифікація суб'єктів фондового ринку залежно від місця на ринку**

Залежно від місця, яке учасники займають на ринку цінних паперів, їх можна класифікувати як:

- ◆ споживачів;
- ◆ постачальників;
- ◆ торговців;
- ◆ суб'єктів, що обслуговують ринок;
- ◆ органи, що регулюють діяльність учасників ринку (рис. 1.3).

**Інституціональні інвестори** акумулюють вільні кошти, у тому числі випуском власних цінних паперів, і постачають їх на фондовий ринок (комерційні та інвестиційні банки, трасти, інвестиційні фонди, пенсійні фонди і страхові компанії).



**Торговці цінними паперами** — з'єднують покупців і продавців фондових цінностей.

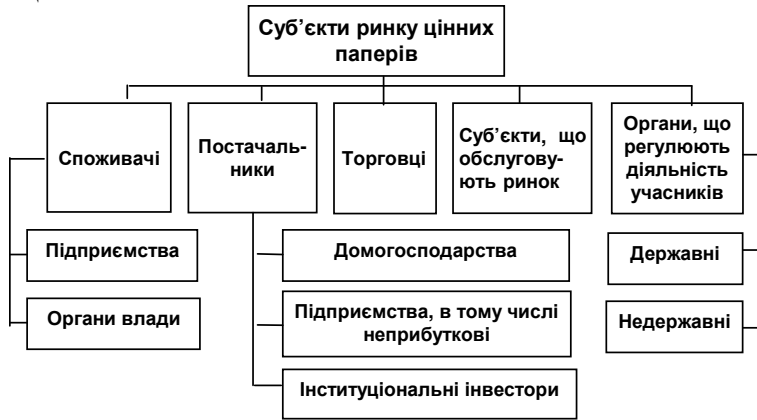


Рис.1.3. Суб'єкти ринку цінних паперів

### Види діяльності суб'єктів фондового ринку

**Суб'єкти, що обслуговують ринок**, надають послуги щодо організаційно-технічного обслуговування операцій з цінними паперами (рис. 1.4).

Емісійна	⇒	організація випуску і розміщення цінних паперів
Брокерська	⇒	здійснення угод з цінними паперами в ролі комісіонера чи довіреної особи
Дилерська	⇒	здійснення угод з цінними паперами від власної особи і за свій кошт
Представницька	⇒	представництво інтересів однієї зі сторін в угоді по цінних паперах
Консалтингова	⇒	надання юридичних, економічних, технічних, навчальних та інших видів консультацій по цінних паперах
Аудиторська	⇒	перевірка правильності ведення бухгалтерського обліку і реального фінансового стану емітента
Депозитарна	⇒	надання послуг щодо збереження, передачі, обліку цінних паперів
Клірингова	⇒	здійснення операцій зі збирання, перевірки й підготовки документів щодо виконання угод по цінних паперах
Реєстраторська	⇒	ведення реєстрів власників цінних паперів
Регулююча	⇒	правове регулювання діяльності учасників

Рис.1.4. Види діяльності суб'єктів ринку цінних паперів

**Органи, що регулюють діяльність учасників**, поділяються на державні й органи самоврядування, тобто недержавні (фондова біржа, різноманітні професійні організації суб'єктів ринку), і мають своїм завданням правове впорядкування ринку.

**Основні цілі суб'єктів ринку цінних паперів**

У табл.1.6 відображені основні цілі суб'єктів фондового ринку.

*Таблиця 1.6.*

**ОСНОВНІ ЦІЛІ СУБ'ЄКТІВ ФОНДОВОГО РИНКУ**

Суб'єкти ринку	Основні цілі суб'єктів ринку
Споживачі ⇒	отримання додаткового джерела фінансування
Постачальники:	
домогосподарства ⇒	збереження і нагромадження заощаджень
портфельні інвестори ⇒	збільшення капіталу збільшенням вартості портфеля цінних паперів
стратегічні інвестори ⇒	контроль над підприємством з метою отримання прибутку від його діяльності
Торговці ⇒	отримання прибутку завдяки діяльності щодо знаходження джерел небанківського фінансування для емітента, з одного боку, та небанківських фінансових інструментів для інвестора — з іншого
Організації, що обслуговують ринок ⇒	одержання прибутку від надання платних послуг споживачам, постачальникам і торговцям
Органи, що регулюють діяльність учасників ⇒	некомерційного характеру, зв'язані зі встановленням «правил гри» та наглядом за їх виконанням

**«Золоте» правило інвестування**

Усі постачальники ринку, вміщуючи свої капітали в цінні папери, намагаються досягти власних різноманітних цілей, котрі, однак, можна об'єднати як цілі:

- ◆ дохідності;
- ◆ безпеки (зменшення ризику);
- ◆ ліквідності.

Безумовно, кожен з інвесторів має свої вимоги до цих показників і відповідно вибирає власну поведінку. Загальні принципи поведінки інвесторів наведено в табл.1.7.

Таблиця 1.7

**ЗАГАЛЬНІ ПРИНЦИПИ ПОВЕДІНКИ ІНВЕТОРІВ  
НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Типи інвесторів	Ознаки поведінки
Власне інвестор ⇒	згоден на помірні доходи, головним вважає збереження капіталу, воліє не ризикувати
Спекулянт ⇒	ризикує, але продумано й обачливо, розраховує отримати солідний дохід, але готовий до можливих втрат
Гравець ⇒	йде на будь-який ризик за принципом «пан чи пропав».

*«Золоте» правило інвестування в цінні папери  
полягає у тому, що дохід завжди прямо  
пропорційний ризику, що на нього готовий  
нарадитися інвестор заради отримання цього доходу*

**1.4. ФАКТОРИ, ЩО ВПЛИВАЮТЬ НА СТАН ФОНДОВОГО РИНКУ**

До них належать:

- ◆ розмір попиту і пропонування;
- ◆ характер попиту і пропонування;
- ◆ суб'єктивні фактори;
- ◆ ситуація на суміжних ринках;
- ◆ технічні фактори.

**Розмір попиту** визначається загальною економічною і політичною ситуацією в країні, станом галузі й конкретного емітента. **Розмір пропонування** залежить від:

- соціальної структури суспільства;
- розміру і структури доходів і потреб людей;
- наявності гарантій безпечності інвестування і захисту прав інвесторів.

Базовим у **характері пропонування** є те, що більша частка заощаджень населення акумулюється у короткостроковій високоліквідній формі; щодо **характеру попиту**, то споживачі потребують довгострокових низьколіквідних фінансових ресурсів. Ця суперечність вирішується створенням умов для власників заощаджень щодо збільшення строків накопичення і відмовлення від високої ліквідності; спонуканням споживачів до пере-

орієнтації на короткострокові позикові кошти; створенням системи перерозподілу і комбінації фінансових ресурсів, що максимально задовольняє попит за наявної структури пропонування.

**Суб'єктивні фактори** — це власне, психологія інвесторів і особливості цілей кожного з них; вплив заяв чи поведінки окремих авторитетних осіб на поведінку інших суб'єктів ринку; обсяг спекуляцій, який зміщує ринкові ціни від поточної вартості фондових цінностей до очікуваної.

Оскільки ринок цінних паперів є складовою частиною фінансового ринку, то він відчуває на собі вплив інших складових не тільки останнього, а і суміжних ринків, іншими словами, якщо умови інвестування в інші складові ліпші, то капітал залишає фондовий ринок, і навпаки. Тобто ринок цінних паперів завжди конкурує з **суміжними ринками**.

До **технічних факторів** належить усе, зв'язане з технічною стороною обігу цінних паперів. Чим ліпше технічне забезпечення, тим більше можливостей для інвестування.

*Готовність основного постачальника капіталу до інвестування в українські цінні папери характеризують дані Інституту соціології НАН і служби Геллана в Україні (табл. 1.8).*

Таблиця 1.8

**СТАВЛЕННЯ НАСЕЛЕННЯ УКРАЇНИ  
ДО РІЗНИХ СПОСОБІВ ІНВЕСТУВАННЯ**

Ранг переваги	Спосіб інвестування
1	у нерухомість
2	у золото та коштовності
3	в іноземну валюту
4	у предмети довгострокового вжитку
5	у створення власного бізнесу
6	в освіту (власну і дітей)
7	у твори мистецтва
8	в автомобіль
9	у створення власної бібліотеки
10	у цінні папери
11	на банківський рахунок
12	у страхування
13	у позику іншим особам

*Це дані за 1993 р., тобто вони характеризують лише інвестиції у цінні папери власних грошових заощаджень, а не приватизаційних сертифікатів, оскільки масова ваучерна приватизація на той час іще не починалася.*

## РОЗДІЛ 2

### ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

**Ключові поняття і терміни:** правове регулювання ринку цінних паперів; світові стандарти фондового ринку; концепція функціонування та розвитку фондового ринку України; органи державного управління, що регулюють діяльність ринку; саморегулювання ринку цінних паперів.

#### 2. 1. ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

##### **Види і моделі правового регулювання фондового ринку**

Правове регулювання ринку цінних паперів має на меті впорядкування всіх видів діяльності на фондовому ринку з метою узгодження інтересів усіх його суб'єктів. Правове регулювання поділяється на державне регулювання і саморегулювання. Воно є

системою, що включає в себе:

- ◆ органи, що регулюють ринок;
- ◆ етику фондового ринку;
- ◆ законодавчі та підзаконні акти;
- ◆ традиції та звичаї.

Залежно від співвідношення елементів системи існують національні моделі правового регулювання ринку цінних паперів. Полярними з них є моделі, що засновані:

— на детальних правилах і процедурах, які визначені державою (США);

— наявності, крім правил і процедур, значного впливу традицій, рекомендацій тощо (Великобританія).

Концепцією функціонування та розвитку фондового ринку України передбачено, що національна система правового регулювання ринку має виконувати такі функції:

«— визначення ключових напрямів фондового ринку та ролі учасників цього ринку;

— створення для учасників ринку сприятливого законодавчого та регулюючого оточення;

— створення перешкод та встановлення відповідальності за дії, які можуть призвести до дезорганізації ринку, його руйнування, недобросовісної конкуренції та омани інвесторів, маніпулювання цінами та

шахрайства з фінансовими ресурсами, в тому числі по довірчих операціях» [5].

### **Світові стандарти фондового ринку**

Світові стандарти фондового ринку були розроблені «Групою Тридцяти» — недержавними експертами з організації міжнародної фінансової системи. Вони полягають у встановленні єдиних вимог щодо клірингу та розрахунків по цінних паперах. Метою стандартів є скорочення строків між укладенням угоди та її реалізацією, а також забезпечення гарантій виконання угоди. Для цього рекомендаціями «Групи Тридцяти» передбачено:

- всі угоди по цінних паперах виконуються за принципом «поставка проти оплати»;
- звірка всіх умов сторонами робиться не пізніше ніж наступного дня після її укладення ( $T + 1$ );
- угоди виконуються не пізніше ніж через два робочі дні після укладення ( $T + 3$ );
- грошові платежі здійснюються єдиним для всіх угод порядком;
- зберігання цінних паперів забезпечує єдиний центральний депозитарій;
- для обліку документів стосовно операцій із цінними паперами та їх нумерації використовуються стандарти Міжнародної організації стандартизації.

### **Регулювання обігу цінних паперів**

**Головним принципом** регулювання обігу цінних паперів є зіставлення всього попиту і пропонування цінних паперів незалежно від місця існування такого попиту та пропонування.

Це регулювання має на меті:

- включити у процес котирування всі заінтересовані сторони;
- встановити єдину ціну на ті чи інші цінні папери;
- запобігти можливості монопольного встановлення цін;
- обмежити ризики інвесторів;
- уникнути подрібнювання національного фондового ринку на окремі нерівноцінні сегменти.

Мета регулювання досягається створенням єдиної національної системи котирування та обліку цінних паперів.

Функціонування такої системи зовсім не означає, що в країні має існувати лише одна фондова біржа, на якій котируються всі цінні папери. Наприклад, у Сполучених Штатах функціонують 7 фондових бірж і єдина система котирування полягає у тому, що відповідними цінними паперами торгують на відповідних біржах. Те саме стосується обліку і зберігання. У Франції цінні папери котируються у єдиній системі бірж, що складається з 7 фондових бірж, а зберігаються й обліковуються в єдиному національному депозитарії. Більшість країн має по одній

фондовій біржі і одному національному депозитарію [26, с.18; 31, с.121–122].

**Загальна тенденція** регулювання фондових ринків полягає у тому, що:

- ◆ торгівля «з прилавка» поступово витискається, і на цей сегмент ринку переносяться правила «третього ярусу»;

- ◆ створюється єдина (у такому чи іншому вигляді) система котирування цінних паперів;

- ◆ функціонує єдиний національний депозитарій.

В Україні на цей час не існує єдиної системи котирування цінних паперів — торги проводяться окремо на трьох біржах: Українській фондовій біржі, Київській міжнародній фондовій біржі, Донецькій фондовій біржі, а також на фондовій секції Української міжбанківської валютної біржі (державними цінними паперами). Окремо від біржового функціонує позабіржовий ринок. Національний депозитарій знаходиться у початковій стадії створення. Передбачається, що розрахунковим банком у системі національного депозитарію має бути Національний банк, а іншими учасниками — локальні депозитарії банків, що вповноважені НБУ, незалежні реєстратори та регіональні центри сертифікатних аукціонів.

## 2.2. ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

*Головним завданням державного регулювання є узгодження інтересів усіх суб'єктів фондового ринку встановленням необхідних обмежень і заборон у їхніх взаємовідносинах, а також непрямым втручанням у їхню діяльність.*

Державне регулювання ринку цінних паперів включає:

- ◆ законодавчі та підзаконні акти;
- ◆ органи державного управління, що забезпечують пряме втручання у діяльність суб'єктів ринку цінних паперів;
- ◆ непряме втручання держави у фондовий ринок.

**Законодавчі та підзаконні акти**

Державними нормативними актами регулюються такі відносини на ринку цінних паперів:

- ◆ механізм реєстрації емісії цінних паперів;
- ◆ відкритість інформації про емітентів;
- ◆ порядок реєстрації фондових бірж та їхніх членів;
- ◆ мінімум норм поведінки суб'єктів ринку;
- ◆ процеси корпоратизації, приєднання та поглинання;
- ◆ облік та звітність.



Основні законодавчі акти, що регулюють український ринок цінних паперів, названо в табл. 2.1.

Таблиця 2.1

**ОСНОВНІ ЗАКОНОДАВЧІ АКТИ,  
ЩО РЕГУЛЮЮТЬ ФОНДОВИЙ РИНОК В УКРАЇНІ**

Законодавчий акт	Основний зміст
Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» (1991 р.)	Визначає поняття цінних паперів, їх види, регулює діяльність щодо емісії та обігу цінних паперів; визначає правовий статус і організаційні засади фондових бірж
Закон України «Про господарські товариства» (1991 р.)	Визначає поняття і види акціонерних товариств, правила їх створення та діяльності, права й обов'язки учасників та засновників
Закон України «Про банки та банківську діяльність» (1991 р.)	Установлює порядок випуску, продажу, зберігання та управління банком цінними паперами
Закон України «Про приватизаційні папери» (1992 р.)	Визначає поняття і види приватизаційних цінних паперів, порядок їх випуску, розміщення, використання та погашення
Декрет Кабінету Міністрів України «Про довірчі товариства» (1993 р.)	Визначає поняття довірчого товариства як інституціонального інвестора, особливості його створення і діяльності
«Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії». Затверджено Указом Президента України (1994 р.)	Визначає поняття інвестиційних фондів та інвестиційних компаній, порядок їх створення й умови діяльності; вводить поняття «інвестиційний сертифікат» як вид цінних паперів
«Концепція функціонування і розвитку фондового ринку України». Затверджена Постановою Верховної Ради України (1995 р.)	Визначає головну мету та основні принципи функціонування і розвитку фондового ринку України
Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»	Визначає напрямки державного регулювання ринку цінних паперів в Україні

Ці законодавчі акти характеризують *загальний аспект* державного регулювання, тобто впровадження правил обов'язкових для всіх чи більшості учасників фондового ринку. Поряд з цим існує *конкретний аспект* регулювання — конкретні нормативні документи, які впорядковують окремі аспекти діяльності на ринку (реєстрація емісій, ліцензування діяльності тощо).

**Органи державного управління, що регулюють діяльність ринку**

У всіх країнах регулювання діяльності фондового ринку здійснюється трьома гілками влади:

- законодавчою;
- виконавчою;
- судовою.

Водночас у більшості країн існує спеціальний виконавчий орган, який контролює дотримання законодавства щодо фондового ринку його учасниками.

В Україні — це Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Основними завданнями Комісії є:

- ◆ «формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів в Україні, сприяння адаптації українського ринку цінних паперів до міжнародних стандартів;

- ◆ координація діяльності центральних органів державної виконавчої влади з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів;

- ◆ забезпечення державного контролю за додержанням законодавства України з питань функціонування фондового ринку;

- ◆ організаційне забезпечення запровадження системи заходів щодо захисту інтересів суб'єктів фондового ринку, упорядкування діяльності емітентів, торговців цінними паперами та інших фінансових посередників;

- ◆ підготовка пропозицій щодо запобігання монополізації фондового ринку, створення умов для розвитку добросовісної конкуренції між учасниками фондового ринку та здійснення контролю за їх реалізацією;

- ◆ узагальнення практики застосування законодавства України з питань випуску та обігу цінних паперів в Україні, розроблення пропозицій щодо його вдосконалення;

- ◆ узагальнення та поширення досвіду іноземних держав щодо формування та розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів» [8].

**Непряме втручання держави у ринок цінних паперів**

Важелями непрямого втручання держави у фондовий ринок є:

- ◆ податкова політика, що впливає на ділову активність, а відтак на потребу у фінансових ресурсах;

- ◆ регулювання грошової маси й обсягів кредитів впливом на ставку позикового відсотка;

- ◆ зовнішньоекономічна політика — регулювання операцій з іноземними валютами, експортно-імпортних операцій тощо;

- ◆ гарантії держави по позиках приватного сектора;
- ◆ вихід держави на ринок позикових капіталів, що створює пряму конкуренцію між державою та підприємствами-емітентами.

### 2.3. САМОРЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

Саморегулювання здійснюється організаціями — об'єднаннями суб'єктів фондового ринку, що встановлюють для своїх членів формальні правила та процедури.

**Основні ознаки** організацій, що саморегулюють ринок:

- ◆ добровільність об'єднання;
- ◆ наявність різноманітних видів діяльності;
- ◆ захист інтересів членів організації;
- ◆ встановлення для своїх членів «правил гри» на ринку;
- ◆ виконання ряду регулюючих функцій, які недоцільно виконувати державі.

#### **Біржове регулювання фондового ринку**

**Головним принципом роботи фондової біржі** є забезпечення ліквідності ринку, що реалізується укладанням масових угод, встановленням невеликої різниці між цінами покупця і продавця, а також між цінами послідовно укладених угод.

Для цього біржа обмежує кожен крок емітента, покупця і продавця жорсткими **правилами**. Серед них:

- порядок допуску цінних паперів до торгів;
- порядок торгівлі;
- умови і порядок оплати цінних паперів;
- зобов'язання членів біржі щодо організації належної інформації;
- внутрішній розпорядок роботи тощо.

#### **Інші саморегулюючі організації**

Найбільшими саморегулюючими організаціями фондового ринку в Україні є:

- **Українська асоціація торговців цінними паперами**

Створена у червні 1992 р. як добровільне об'єднання торговців цінними паперами (юридичних осіб) для сприяння розвитку фондового ринку, забезпечення належних умов діяльності торговців та захисту інтересів інвесторів. У 1995 році об'єднувала 45 членів.

• **Українська асоціація довірчих товариств, інвестиційних фондів та компаній**

Створена у жовтні 1994 р. для розвитку інфраструктури фондового ринку та інформування громадян України про їхні можливості у масовій приватизації. У 1995 році її членами були 43 організації.

- **Українська асоціація інвестиційного бізнесу**

Створена у квітні 1995 р. для надання допомоги учасникам у підготовці і реалізації інвестиційних проєктів, захисту інтересів інвесторів і репрезентування учасників асоціації перед владою та громадськістю. У 1995 р. її членами були 130 компаній.

- **Українська фондова спілка**

Створена у жовтні 1994 р. До її складу входять Українська фондова біржа, «Український контракт» (біржа ф'ючерсних угод та аукціонів), Центральний депозитарій цінних паперів при УФБ (здійснює всі операції з дематеріалізованими цінними паперами, що обертаються на УФБ), «Українські цінні папери» (обліковує права по цінних паперах при здійсненні на УФБ угод з цінними паперами іноземних емітентів).

- **Позабіржова фондова торговельна система**

Зареєстрована у лютому 1996 р. як асоціація, головним завданням котрої є організація електронного позабіржового обліку цінних паперів у масштабах усієї країни.

**Традиції та етика**

Великий досвід операцій з цінними паперами, що нагромаджений протягом століть, втілюється у традиції ведення цього бізнесу, які відображають історію розвитку фондового ринку та особливості національної політики і менталітету нації. Ринкові операції, наприклад, у США, Європі чи Японії об'єднані лише зовнішньою подібністю — купуються та продаються цінні папери, діють однакові за функціями суб'єкти ринку тощо, але ці операції відповідають особливій економічній моделі конкретної країни, тому є, по суті, різними.

Проте існують і загальні етичні норми, що відповідають принципам функціонування фондового ринку у будь-якій країні. Прикладом таких норм можуть бути «Повсюдно прийняті принципи ведення бізнесу з цінними паперами», затверджені в 1992 р. Міжнародною фундацією фондових бірж.

## **БРОКЕР — ЗВУЧИТЬ ГОРДО**

*Приблизно так вирішила шанхайська влада і всерйоз заінтересувалася моральністю гравців міської фондової біржі. Тепер їм під час торгів не дозволяється їсти, пити, спати, го-лосно розмовляти та сваритися.*

*Крім того, якщо шанхайські брокери не хочуть розлучатися з форменим червоним жилетом, то мусять у будинку біржі забути про шахи, комп'ютерні ігри та традиційні забави на зразок «го» чи «тай пей».*

*Але найбільше обурення чесних трудівників ринку цінних паперів спричинила заборона на алкогольні напої, цигарки та азартні ігри. Можна лише здогадуватися, що діялося на найбільшій фондовій біржі Китаю до прийняття нових правил.*

День. — 1996. — 10 груд.

**ЧАСТИНА II**  
**ІНСТРУМЕНТИ**  
**ФОНДОВОГО РИНКУ**

---

РОЗДІЛ 3

**ДЕРЖАВНІ ТА МУНІЦИПАЛЬНІ**  
**ЦІННІ ПАПЕРИ**

РОЗДІЛ 4

**АКЦІЇ КОРПОРАЦІЙ**

РОЗДІЛ 5

**БОРГОВІ ЦІННІ ПАПЕРИ**  
**ПІДПРИЄМСТВ (ОРГАНІЗАЦІЙ)**

РОЗДІЛ 6

**ПОХІДНІ ЦІННІ ПАПЕРИ**  
**І СУРОГАТИ**

## РОЗДІЛ 3

### ДЕРЖАВНІ ТА МУНІЦИПАЛЬНІ ЦІННІ ПАПЕРИ

**Ключові терміни та поняття:** цілі випуску, способи розміщення та виплати доходів на державні цінні папери; види державних цінних паперів; характеристики муніципальних цінних паперів; види муніципальних цінних паперів; облігації внутрішніх державних позик України; казначейські зобов'язання України; депозитні (ощадні) сертифікати Національного банку України; приватизаційні папери; цінні папери України, що розміщуються за кордоном.

*Державні (муніципальні) цінні папери — це боргові зобов'язання держави (місцевих органів влади) у формі цінних паперів*

#### 3.1. ДЕРЖАВНІ ЦІННІ ПАПЕРИ

##### Цілі випуску

Випускаючи цінні папери, держава дбає про цілу низку цілей, головні з яких показано на рис.3.1.



Рис.3.1. Основні цілі випуску державою цінних паперів

##### ◆ Фінансування поточного бюджетного дефіциту

Для досягнення своїх цілей держава здійснює витрати з державного бюджету. З огляду на різноманітні обставини бюджет часто зводиться з дефіцитом, тобто видатки перевищують доходи. З метою залучення коштів на покриття дефіциту випускаються цінні папери.

##### ◆ Регулювання грошової маси в обігу

Випуск державних цінних паперів є інструментом для зменшення маси грошей в обігу; скупка державою своїх боргових зобов'язань означає збільшення грошової маси.

#### ◆ Переоформлення раніше випущених цінних паперів

Можлива ситуація, коли держава бажає відкласти платежі по своїх цінних паперах, строк викупу яких уже настав. Тоді вона обмінює ці папери на нові чи випускає інші цінні папери, кошти від реалізації яких спрямовуються на погашення раніше випущених.

#### ◆ Касове виконання державного бюджету

Передбачає використання короткострокових цінних паперів для того, щоб в межах одного бюджетного року ліквідувати короткостроковий розрив між доходами та видатками.

#### ◆ Згладжування нерівномірного надходження податкових платежів

У деяких випадках розрив між доходами та видатками бюджету зумовлений незбалансованістю надходжень податкових платежів. Випуск державних цінних паперів може усунути цю причину.

#### ◆ Забезпечення комерційних банків ліквідними активами

Розміщуючи свої активи у державних цінних паперах, комерційні банки отримують не лише високоліквідний, а й безризиковий товар.

#### **Способи первинного розміщення**

Існує кілька способів первинного розміщення державних цінних паперів:

- ◆ аукціон;
- ◆ відкритий продаж;
- ◆ індивідуальне розміщення.

Залежно від намірів держави у кожному конкретному випадку аукціони проводяться за різними правилами (табл.3.1).

*Таблиця 3.1*

### **ПРАВИЛА ПРОВЕДЕННЯ АУКЦІОНІВ ДЛЯ ПЕРВИННОГО РОЗМІЩЕННЯ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Класифікаційні ознаки	Правила проведення
Обсяг емісії	<ul style="list-style-type: none"><li>• без попереднього оголошення загального обсягу емісії;</li><li>• з попереднього оголошення загального обсягу емісії</li></ul>
Основа проведення	<ul style="list-style-type: none"><li>• конкурентна, тобто така, коли покупець, що зробив конкурентну пропозицію, визначає в заявці прийнятні для нього умови позики;</li><li>• неконкурентна, коли заявки приймаються з обмеженнями щодо обсягу і задовольняються повністю, виходячи з умов, що склалися за результатами торгів</li></ul>
Вид	<ul style="list-style-type: none"><li>• голландська система, коли заявки на придбання цінних паперів задовольняються на умовах, що склалися за результатами конкурентних торгів;</li><li>• американська система, коли заявки задовольняються на умовах покупця</li></ul>



**Відкритий продаж** характеризується тим, що:

- ◆ цінні папери продаються всім, хто бажає, протягом тривалого часу;
- ◆ для розміщення цінних паперів держава укладає відповідні угоди з інституціональними інвесторами;
- ◆ рівень дохідності визначається емітентом чи (та) інституціональним інвестором.

**Індивідуальне розміщення** передбачає продаж державних цінних паперів окремим інституціональним інвесторам або приватним особам.

Незалежно від способу первинного розміщення державні цінні папери можуть бути:

- ◆ іменними, тобто засвідчувати належність конкретному власнику;
- ◆ на пред'явника — без вказівки на конкретного власника.

**Способи**

**виплати доходів**

Способи виплати доходів на державні цінні папери наведені на рис.3.2.

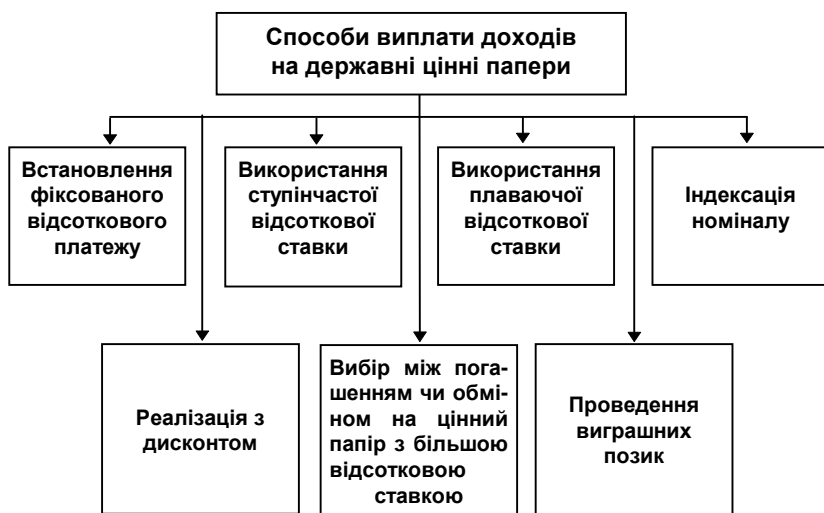


Рис.3.2. Способи виплати доходів на державні цінні папери

◆ **Встановлення фіксованого відсоткового платежу**

Найпростіша і дуже поширена форма виплати доходу. Але вона не придатна для використання за умов ринкової кон'юнктури, що швидко змінюється, та за значних темпів інфляції.

◆ **Використання ступінчастої відсоткової ставки**

При випуску державних цінних паперів встановлюються дати їх погашення. Для того щоб заінтересувати покупців у тривалому зберіганні державних цінних паперів, ставка відсотка ступінчасто збільшується від дати до дати.

### ◆ Використання плаваючої відсоткової ставки

У цьому випадку відсоткова ставка змінюється регулярно згідно з динамікою облікової ставки центрального банку чи з рівнем дохідності державних цінних паперів, що розміщуються на аукціонах.

### ◆ Індексація номіналу

За цією системою державні цінні папери викуповуються за номінальною вартістю, індексованою відповідно до індексу зростання споживчих цін.

### ◆ Реалізація з дисконтом

Інвестори купують державні цінні папери зі знижкою проти номінальної вартості (з дисконтом), а погашають їх за номіналом. Різниця між ціною купівлі та погашення і є доходом власника.

### ◆ Вибір між погашенням чи обміном на інший державний цінний папір з більшою відсотковою ставкою

Умови випуску передбачають встановлення кількох дат, після настання яких цінні папери на вибір власника можуть погашатися чи обмінюватися на інші державні цінні папери з більшою дохідністю.

### ◆ Проведення виграшних позик

Доходи на такі цінні папери виплачуються як виграші, що їх одержують окремі власники, за результатами регулярних тиражів. Цінні папери, на які не випали виграші, через певний час викуповуються за номіналом.

**Види державних цінних паперів** Державні цінні папери класифікуються:  
◆ *на ринкові*, тобто ті, що вільно обертаються на ринку;

◆ *неринкові*, які не переходять від одного власника до іншого.

Основні порівняльні характеристики державних ринкових і неринкових цінних паперів наведено в табл.3.2.

Таблиця 3.2

### ОСНОВНІ ПОРІВНЯЛЬНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Ринкові цінні папери	Неринкові цінні папери
<ul style="list-style-type: none"><li>• інтенсивно та стабільно продаються і купуються</li><li>• мають найбільшу ліквідність з усіх інших цінних паперів</li><li>• мають найбільшу надійність з усіх інших цінних паперів;</li><li>• дають право власнику на податкові пільги власнику і на можливість використання їх як застави</li><li>• розміщуються переважно на аукціонах</li><li>• становлять основну частку державного боргу</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• розміщуються переважно серед індивідуальних інвесторів</li><li>• мають високу ліквідність і надійність</li><li>• не підлягають передачі і не можуть використовуватися як застава</li><li>• дають право власнику на податкові пільги</li></ul>

Державні ринкові цінні папери поділяються (за терміном обігу):

- ◆ на короткострокові, що обертаються до 1 року;
- ◆ середньострокові — до 10 років;
- ◆ довгострокові — понад 10 років.

Державні ринкові цінні папери можуть мати похідні — так звані «*стріпи*» — від американського терміна «stripped treasury securities». Суть їх полягає у тому, що під ті державні цінні папери, які є власністю інституціональних інвесторів, останні випускають власні папери, забезпечені майбутніми доходами від державних боргових зобов'язань.

Класифікація державних неринкових цінних паперів показана на рис.3.3.



Рис.3.3. Класифікація державних неринкових цінних паперів

#### ◆ Ощадні облігації

Призначені виключно для громадян, котрі використовують їх, як правило, для збереження і нагромадження власних коштів.

#### ◆ Облігації пенсійних фондів та індивідуальні пенсійні облігації

Призначені для пенсійного забезпечення громадян. Для осіб, що зайняті індивідуальною трудовою діяльністю, кошти на придбання таких облігацій виключаються із сум, які обкладаються податком.

#### ◆ Податково-депозитні сертифікати

Підтверджують внесок юридичними та фізичними особами коштів у рахунок майбутніх податкових платежів. Залежно від терміну, на який депонуються кошти, а також від кон'юнктури ринку, власники отримують на ці папери різні відсотки — найбільші, коли кошти використовуються для сплати податків, найменші — коли сертифікат погашається до терміну сплати податків.

#### ◆ Цінні папери, що розміщуються центральним урядом у регіонах

Місцеві органи влади мають можливість випускати власні цінні папери. Але не всі кошти, отримані від їх розміщення (а також з інших джерел фінансування доходів місцевого бюджету), можуть бути використані негайно. Тимчасово вільні кошти можуть вкладатися в державні облігації, що приносять, окрім того, вищі доходи, ніж місцеві цінні папери.

#### ◆ Цінні папери, що розміщуються за кордоном

Держава розміщує цінні папери за кордоном для того, щоб залучити кошти приватних чи інституціональних іноземних інвесторів. У деяких випадках ці папери можуть вільно обертатися, тобто бути ринковими.

#### ◆ Боргові сертифікати

За формою та умовами реалізації подібні до контрактів на одержання кредиту, але мають самостійну вартість і можуть (з деякими обмеженнями) бути продані власником іншим особам.

#### ◆ Облігації урядових установ

Випускаються урядовими установами для залучення коштів в окремі галузі народного господарства. Вважаються високодохідними, оскільки передбачається, що уряд гарантуватиме виконання таких зобов'язань.

### 3.2. МУНІЦИПАЛЬНІ ЦІННІ ПАПЕРИ

**Загальна характеристика** *Муніципальні цінні папери* випускаються місцевими органами влади з метою мобілізації коштів для виконання місцевих програм, зв'язаних з об'єктами громадського користування.

Муніципальні цінні папери мають такі **характеристики**:

- за надійністю і безризиковістю поступаються лише державним цінним паперам, але різні їх види мають різну надійність залежно від джерела забезпечення боргу;
- за первинного розміщення продаються переважно на аукціонах;
- здебільшого мають неринковий характер;
- доходи на такі цінні папери, як правило, не оподатковуються;
- можуть бути іменними і на пред'явника (останніх стає все менше, оскільки особи, звільнені від податків, державою реєструються);
- при випуску може передбачатися право дострокового погашення їх емітентом.

**Види муніципальних цінних паперів** Види муніципальних цінних паперів, класифікованих за ознакою «тип забезпечення», показані на рис. 3.4.



Рис.3.4. Види муніципальних цінних паперів

◆ **Облігації під загальне зобов'язання**

Це незабезпечені боргові зобов'язання, тобто заставних зобов'язань емітент на себе не бере. Вони підкріплені лише сумлінністю емітента. Переважно випускаються для фінансування проектів, що не приносять доходів.

◆ **Облігації під дохід від проекту**

Погашаються за рахунок доходів від проекту, для фінансування якого вони були випущені.

◆ **Облігації під конкретний податок**

Гарантією виконання зобов'язань по цих облігаціях є надходження до місцевого бюджету певного виду податку.

◆ **Облігації під заставу нерухомості**

Забезпечуються будівлями, спорудами, земельними ділянками, що знаходяться у комунальній власності.

### 3.3. ОСОБЛИВОСТІ УКРАЇНСЬКИХ ДЕРЖАВНИХ І МІСЦЕВИХ ПОЗИК

Види державних цінних паперів України показані на рис.3.5.



Рис.3.5. Види цінних паперів України

**Облігації  
внутрішніх  
державних  
позик**

*Облігації внутрішніх державних позик* — цінні папери, що засвідчують внесення власником коштів до державного бюджету та підтверджують зобов'язання держави відшкодувати власнику номінальну вартість цінних паперів у передбачений ними термін з виплатою фіксованого відсотка (якщо інше не передбачено умовами випуску).

Основні характеристики облігацій внутрішніх державних позик:

- ◆ випускаються лише на пред'явника;
- ◆ рішення про випуск приймає Кабінет Міністрів України;
- ◆ умови емісії законодавчо не регламентуються, що дає можливість емітенту вільно маневрувати, конструюючи різні умови розміщення та обігу.

Облігації внутрішніх державних позик емітуються з початку 1995 р. і успішно розміщуються. Первинне розміщення відбувається на Українській міжбанківській валютній біржі

**Емісія 1995 р. характеризується такими даними [15]**

- ① Обов'язки щодо випуску покладено на Міністерство фінансів. Воно є також гарантом своєчасного погашення облігацій.
  - ② Генеральний агент ⇒ Національний банк України.
  - ③ Обсяг емісії ⇒ 1 трлн крб.
  - ④ Строк погашення ⇒ 1 рік з поквартальною виплатою.
  - ⑤ Спосіб розміщення ⇒ з дисконтом на аукціоні.
  - ⑥ Прийом заяв ⇒ конкурентних і неконкурентних.
  - ⑦ Форма облігацій ⇒ дематеріалізована (записи на електронних рахунках).
- Результати емісії 1995 р. наведено в табл. 3.3.

Облігації внутрішньої державної позики є нині високодохідним фондovým інструментом, про що свідчить порівняння їх дохідності зі ставкою рефінансування НБУ та дохідністю американського долара (рис.3.6). Нажаль, Міністерство фінансів уже кілька разів не виконало в строк свої зобов'язання по облігаціях, що породжує певні сумніви в їхній надійності.

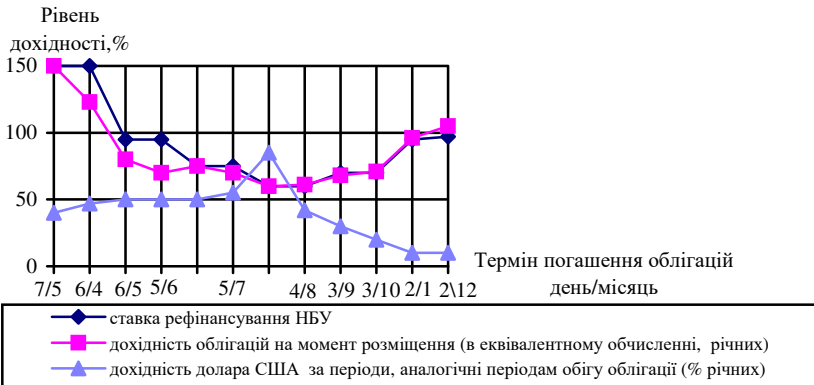


Рис. 3.6. Дохідність облігацій внутрішньої державної позики у 1995 році [25, с.15]

Таблиця 3.3

**РЕЗУЛЬТАТИ РОЗМІЩЕННЯ ОБЛІГАЦІЙ  
ВНУТРІШНЬОЇ ДЕРЖАВНОЇ ПОЗИКИ  
у 1995 р. [25, с.15]**

Номер аукціону	Дата аукціону	Термін погашення	Строк, місяців	Ставка, %	Аукціонна ціна, тис.крб	Кількість розміщених облігацій	Обсяг розміщення млрд. крб.
1	10.03.95	29.12.95	12	140	95 900	2702	267 753
2	11.04.95	29.12.95	12	140	108 220	2208	238 950
3	18.04.95	29.12.95	12	140	125 290	5000	626 450
4	16.06.95	16.03.96	9	90	112 604	18 870	2 124 837
5	25.06.95	25.12.95	6	90	105 754	18 510	1 957 507
6	04.07.95	31.03.96	9	90	110 834	3770	417 844
7	17.07.95	17.10.95	3	90	106 450	19 740	2 101 323
8	21.07.95	22.01.96	6	90	110 009	6020	662 254
9	17.08.95	16.11.95	3	90	106 584	10 580	1 127 659
10	27.08.95	21.11.95	3	90	104 336	7070	737 656
11	29.08.95	28.11.95	3	90	105 511	5900	616 615
12	05.09.95	05.12.95	3	90	104 114	8120	845 406
13	12.09.95	12.12.95	3	90	104 114	9620	1 001 577
14	19.09.95	18.03.96	6	90	106 900	4610	492 809
15	26.09.95	25.03.96	6	90	106 862	4710	503 370
16	03.10.95	02.01.95	3	90	104 191	8630	899 168
17	10.10.95	09.01.96	3	90	99 140	10 660	1 056 832
18	17.10.95	16.01.96	3	90	98 680	9010	889 107
19	24.10.95	23.01.96	3	90	98 911	17 910	1 771 496
20	31.10.95	30.01.96	3	90	98 798	17 630	7 741 809
21	09.11.95	08.02.96	3	90	98 714	4750	468 892
22	14.11.95	13.02.96	3	90	97 807	10 010	989 058
23	21.11.95	20.02.96	3	90	97 069	11 940	1 159 004
24	28.11.95	27.02.96	3	90	97 068	7185	697 400
25	05.12.95	05.03.96	3	90	97 062	5730	556 200
26	18.12.95	19.03.96	3	90	96 900	9020	874 038
27	22.12.95	23.03.96	3	90	96 038	20 080	1 928 443
28	27.12.95	28.03.96	3	90	96 098	4 710	452 622

Згідно з [18] операції з облигаціями можуть здійснювати іноземні інвестори через уповноважені українські банки.

У червні 1997 року почалося розміщення облигацій внутрішньої державної ощадної позики. Перший випуск призначений для населення і реалізується на умовах:

- 1) номінальна вартість облигації — 50 грн.;
- 2) загальна кількість облигацій — 1млн штук;
- 3) продаж з дисконтом: облигації, що були у депозиті Міністерства фінансів, у червні 1997 року продавалися за такою курсовою вартістю за одну облигацію:

\* з 1 по 10 червня — 47,62 грн.;

\* з 11 по 20 червня — 48,03 грн.;

\* з 21 по 30 червня — 48,45 грн.;

- 4) строк погашення облигацій — 6, 12, 24 місяці;

- 5) дохід по облигаціях індексується відповідно до індексу споживчих цін за формулою:

$$\text{ПДК} = \text{НВ} (\text{ІСЦ}_0/100) (\text{ІСЦ}_1/100) (\text{ІСЦ}_2/100) (100,25/100) - \text{НВ},$$

де ПДК — відсотковий дохід по купону, коп.; НВ — номінальна вартість облигацій, коп.; ІСЦ<sub>0</sub> — офіційний індекс споживчих цін за місяць, що передує першому місяцю купонного періоду; ІСЦ<sub>1</sub> — офіційний індекс споживчих цін за перший місяць купонного періоду; ІСЦ<sub>2</sub> — офіційний індекс споживчих цін за другий місяць купонного періоду.

**Казначейські зобов'язання (векселі)** *Казначейські зобов'язання України* — вид цінних паперів на пред'явника, які розміщуються серед населення, свідчать про внесення їх власником відповідних коштів до бюджету і дають право

на одержання доходу.

#### **Основні характеристики казначейських зобов'язань:**

① Види:

— довгострокові — від 5 до 10 років;

— середньострокові — від 1 до 5 років;

— короткострокові — до 1 року;

② Рішення про випуск довгострокових та середньострокових казначейських зобов'язань є прерогативою Кабінету Міністрів, а короткострокових — Міністерства фінансів.

③ Кошти, отримані від реалізації казначейських зобов'язань, спрямовуються на покриття поточних видатків державного бюджету.

④ Продажна вартість казначейських зобов'язань залежить від терміну їх придбання і встановлюється Міністерством фінансів.

⑤ Порядок виплати доходів і умови погашення визначаються Кабінетом Міністрів (для довго- і середньострокових казначейських зобов'язань) та Міністерством фінансів (для короткострокових).



Казначейські зобов'язання можуть мати форму **векселів**. Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондову біржу» **вексель — цінний папір, що засвідчує безумовне зобов'язання векселедавця сплатити після настання певного строку визначену суму грошей власнику векселя**.

Векселі можуть випускати Міністерство фінансів, Національний банк [13], а також Державне казначейство [17].

**Казначейські векселі:**

- ① Видаються в рахунок фінансування витрат державного бюджету;
- ② Строк платежу по них не повинен перевищувати 1 року;
- ③ Випускаються у вигляді простих векселів на пред'явника сумами по 5 і по 10 тисяч гривень;
- ④ Відсотки на вексельну суму не нараховуються;
- ⑤ Можуть використовуватися їх держателями для погашення кредиторської заборгованості, продажу юридичним особам — резидентам, для застави, зарахування в рахунок сплати податків.

**Депозитні (ощадні) сертифікати Національного банку України** *Депозитний (ощадний) сертифікат Національного банку України* — це письмове свідоцтво про депонування в НБУ певних коштів, яке засвідчує право вкладника на отримання внесеної суми і відсоткової плати за неї після закінчення терміну дії встановленого строку депозиту.

**Основні характеристики депозитних сертифікатів Національного банку України [19]:**

1. Рішення про їх випуск приймає Правління НБУ.
2. Мета випуску — регулювання обсягів грошової маси в обігу.
3. Розміщення — тільки через комерційні банки.
4. Випускаються лише у паперовому вигляді і мають реквізити:
  - місцезнаходження банку;
  - порядковий номер сертифіката;
  - дата випуску;
  - сума депозиту;
  - сума належних за сертифікатом відсотків;
  - строк вилучення вкладу (для строкового сертифіката);
  - найменування держателя сертифіката;
  - підпис керівника банку чи вповноваженої на те особи, печатка.
5. Види:
  - строкові;
  - іменні;
  - до запитання;
  - на пред'явника.

6. Строковий сертифікат передбачає виплату номінальної вартості і відсотків у встановлений сертифікатом термін. У разі пред'явлення строкового сертифіката до оплати раніше за термін, зазначений у ньому, його

власнику виплачується менша сума відсотків, ніж зазначена у сертифікаті. Сума знижки встановлюється НБУ одночасно зі встановленням умов емісії.

7. Сертифікат до запитання передбачає, що розмір відсотків залежатиме від терміну пред'явлення сертифіката для погашення.

8. Іменні сертифікати вільному обігу не підлягають.

9. Номінальна вартість депозитного сертифіката встановлюється Правлінням НБУ.

10. Депозитний сертифікат може бути використаний комерційним банком як застава для отримання кредитів у НБУ.

### **Приватизаційні папери**

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

Умови і порядок випуску, розміщення серед громадян, облік, використання та погашення визначаються Законом України «Про приватизаційні папери» [2] та Указом Президента України «Про компенсацію громадянам України втрат від знецінення грошових заощаджень в установах Ощадного банку України та Укрдержстраху»[10].

### **Основні характеристики приватизаційних паперів.**

1. Можуть бути лише іменними (крім компенсаційного сертифіката).

2. Види:

- приватизаційний майновий сертифікат;
- житловий чек;
- земельний бон;
- компенсаційний сертифікат.

3. Форма  $\Rightarrow$  матеріалізовані (приватизаційний майновий сертифікат, компенсаційний сертифікат) і у вигляді безготівкових документів (житловий чек, земельний бон).

4. Приватизаційний майновий сертифікат, житловий чек і земельний бон мають однакову номінальну вартість. Вона змінюється під впливом інфляції і нині становить 500 гривень.

5. Компенсаційний сертифікат існує у двох формах номінальною вартістю 10 та 20 гривень.

6. Використання приватизаційних паперів здійснюється обміном їх на паї, акції, інші документи, що встановлюють та засвідчують право власності на частку державного майна відповідно до номіналу приватизаційного паперу.

7. Приватизаційні папери вільному обігу не підлягають, а їх продаж або відчуження іншим способом є недійсними.

8. Дивіденди або відсотки на приватизаційні папери не нараховуються.

9. Приватизаційні папери не можуть бути використані для здійснення розрахунків, а також як застава.

10. Приватизаційні майнові сертифікати, житлові чеки та земельні бони формально є взаємно конвертованими.

**Цінні папери, що розміщуються за кордоном**

Українською державою випущено два види цінних паперів, що розміщуються за кордоном. Перша спроба виявилась невдалою — розміщення **Державних товарних облігацій матеріальних ресурсів України** було припинено. Згідно з [8] передбачалося випускати облігації з такими характеристиками:

- ① Перша серія на суму 10 млрд доларів.
- ② Строк погашення  $\Rightarrow$  5 років.
- ③ Відсоткова ставка  $\Rightarrow$  7,75% річних.
- ④ Виплати доходу  $\Rightarrow$  один раз у півріччя.
- ⑤ Емітент  $\Rightarrow$  Український кредитний фонд.
- ⑥ Гарант  $\Rightarrow$  держава.

Але через недоліки при залученні іноземних інвестицій Президент України ліквідував Український кредитний фонд та припинив випуск і розміщення першої серії Державних товарних облігацій матеріальних ресурсів України [11].

Другий вид державних цінних паперів, що розміщуються за кордоном, — **облігації державної зовнішньої позики України 1995 року**, що випущені згідно з [16] і призначені для реструктуризації боргу за енергоносії Російському Акціонерному Товариству «Газпром». Основні їх **характеристики:**

- ① Загальна сума емісії  $\Rightarrow$  1400 млн доларів.
- ② Емісія поділена на 10 траншів по 140 млн доларів кожний зі строками погашення 1997–2007 р.
- ③ Номінальна вартість однієї облігації — 5000 доларів.
- ④ На облігації передбачається щоквартальна виплата доходу з розрахунку 8,5% річних.

⑤ Уповноваженим депозитарієм і платіжним агентом виступають з української сторони — АКБ «Україна», зі сторони РАТ «Газпром» — банк «Національний кредит», а згодом — Національний резервний банк.

Нині в Росії держателями облігацій державної зовнішньої позики України 1995 року є Національний резервний банк — на 730 млн дол. та банківська група Міжнародна фінансова компанія, яка декларує володіння облігаціями на 390 млн дол. Оскільки Національний резервний банк спільно з одним з найбільших інвестиційних банків світу J.P.Morgan працює над проектом випуску стріпів, слід очікувати активного обігу українських боргів на російському фондовому ринку.

На 1997 рік запланований вихід українських облігацій на японський ринок. Для цього створюється група японських андеррайтерів для роз-

міщення цих облігацій на загальну суму 250 млн доларів за ставкою 3,5% річних.

**Облігації  
внутрішніх місцевих позик**

*Облігації внутрішніх місцевих позик* випускаються за рішеннями місцевих Рад народних депутатів лише на пред'явника; кошти, одержані від їх реалізації, спрямовуються до місцевих бюджетів

чи позабюджетних фондів.

Переважно облігації внутрішніх місцевих позик випускаються з метою вирішення найболючіших соціальних проблем — житлових (у Донецьку, Чернівцях та інших містах), транспортних (у Києві, Харкові тощо). Ці облігації гарантуються комунальною нерухомістю.

***Підбито підсумки муніципальної позики***

*У Харкові підбито підсумки першої муніципальної позики. Як повідомляє «Інтерфакс Україна», сума емісії становила 1,5 млн грн. (приблизно \$793651). Річний дохід на місцеві цінні папери становив 72%. На прес-конференції, що відбулася, особливо підкреслювалося, що за той самий період жителі міста, які зберігали гроші у вигляді доларових заощаджень, втратили на кожні \$10 по 20 копійок (1,90 грн. за \$1 у січні 1996 р., проти 1,88 грн. у січні 1997 р.).*

*Позикові кошти першої муніципальної емісії розміщувалися протягом року в різноманітні місцеві проекти соціального характеру. Зокрема, на ці кошти було придбано п'ять словацьких автобусів «Каросса» та дванадцять мікроавтобусів «Мазда», котрі вийшли на найбільш напружені маршрути міста*

*День. — 1997. — 11 лют.*

## РОЗДІЛ 4

### АКЦІЇ КОРПОРАЦІЙ

**Ключові поняття і терміни:** акціонерне товариство (публічна корпорація); акція; класифікація акцій; види привілейованих акцій; особливості акцій українських акціонерних товариств; дивідендна політика.

#### 4.1. АКЦІОНЕРНА ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВА ФОРМА ПІДПРИЄМСТВ

**Обмежена відповідальність як юридична основа фінансової могутності корпорацій**

Історично першим типом організації бізнесу було індивідуальне підприємництво, коли бізнесова діяльність велася окремою людиною чи сім'єю. І нині воно є головною формою існування дрібного бізнесу. Розширення та ускладнення підприємницької діяльності потребує більшої кількості ресурсів, тобто об'єднання осіб, коли об'єднуються трудові чи інтелектуальні ресурси або об'єднання капіталів, коли об'єднуються ресурси фінансові (основні типи організації бізнесу показані на рис. 4.1.).

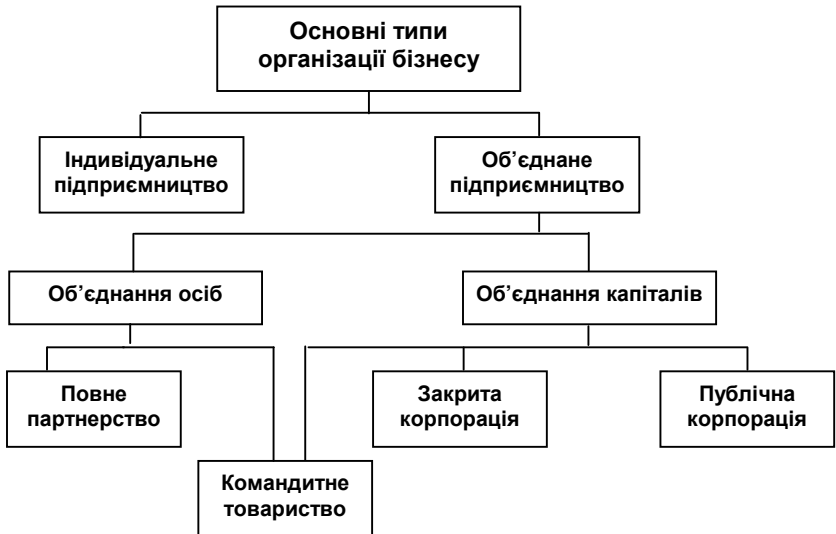


Рис. 4.1. Основні типи організації бізнесу

Об'єднання капіталів передбачає, що учасники вкладають у підприємство власні кошти і ризикують тільки ними (на відміну від індивідуальних підприємств, повних партнерів та командитів, які несуть повну чи солідарну відповідальність). Ведення бізнесу у великих розмірах, що можливо тільки у рамках публічної, тобто відкритої для всіх, корпорації, зумовило обмежену (вкладеними капіталами) відповідальність учасників корпорації. За браком такого обмеження ніхто з індивідуальних інвесторів не погодився б ризикувати.

Отже, обмежена відповідальність співвласників корпорацій — це плата за величезні фінансові, а відтак і бізнесові можливості публічних корпорацій. Щодо інтересів кредиторів, то вони забезпечуються законодавчими обмеженнями на створення і діяльність корпорацій і державним наглядом за дотриманням ними встановлених вимог.

**Сутність і переваги відкритих акціонерних товариств**      Публічна корпорація (в українській термінології — відкрите акціонерне товариство) — це організаційно-правова форма підприємства, капітал якого утворюється об'єднанням багатьох індивідуальних капіталів через випуск та публічне розміщення акцій.

Акція — це цінний папір, що є титулом власності на частку капіталу акціонерного товариства, і вільно обертається на фондовому ринку\*. Акція є неподільною.

Майно акціонерного товариства відокремлено від майна учасників, останні відповідають за зобов'язаннями товариства тільки власними акціями.

Акціонерні товариства є найпоширенішою формою ведення великого бізнесу. Це зумовлено перевагами акціонерної форми організації.

**По-перше**, простим і зрозумілим є питання про власність — акціонерне товариство виступає як різновид підприємств з колективною формою власності — держателем акцій може бути держава, інші підприємства, окремі громадяни.

**По-друге**, в акціонерних товариствах можливе ефективне узгодження інтересів менеджменту та акціонерів. Менеджер, маючи власний невеликий капітал, в межах акціонерного товариства може керувати колосальними коштами акціонерів, таким чином задовольняючи природне для себе тяжіння до збільшення об'єкта управління. З іншого боку, власники акцій отримують прибутки на свою власність, ризикуючи лише акціями, котрі вони завжди можуть обернути в готівку.

---

\* Таке визначення справедливе лише для акцій відкритих акціонерних товариств. Акції закритих акціонерних товариств розповсюджуються серед засновників і на ринку не обертаються — це робить їх подібними до формалізованих часток засновників товариств з обмеженою відповідальністю.

**По-третє**, хоч акціонери є власниками товариства, вони відіграють незначну роль в оперативному і тактичному управлінні корпорацією. Вони обирають, використовуючи своє право голосу, правління, яке управляє акціонерним товариством. Якщо рівень управління акціонерів не задовольняє, то вони можуть легко змінити менеджерів.

**По-четверте**, важливою перевагою акціонерних товариств є безперевнність існування. Інші господарські товариства можуть припинити діяльність у зв'язку зі смертю чи виходом з товариства одного з партнерів. Ці обставини не впливають, однак, на існування акціонерних товариств. Акціонерне товариство існує незалежно від зміни складу акціонерів.

**По-п'яте**, учасники відкритого акціонерного товариства можуть легко продавати акції один одному та третім особам. Ця ліквідність — ще одна приваблива риса акціонерних товариств. І водночас, хоч акції переходять з рук у руки, активи залишаються власністю самої корпорації як юридичної особи.

**По-шосте**, випуск акцій з різноманітними характеристиками забезпечує акціонерному товариству незрівнянно більшу фінансову могутність, ніж просте об'єднання капіталів партнерами чи закритими корпораціями, не кажучи вже про індивідуальне підприємництво.

**По-сьоме**, організаційно-правова форма акціонерного товариства не обмежує можливостей використання корпорацією різноманітних організаційних форм виробництва й управління, які формуються, передусім, виходячи із завдань та цілей підприємства.

**По-восьме**, в акціонерних товариствах нема проблем з розподілом доходів — прибуток поділяється між державою (податок), акціонерами (дивіденд), підприємством (рефінансування).

Основна маса акціонерних товариств в Україні створюється під час приватизації, тобто процес акціонування відбувається іншим шляхом, ніж класичний — здійснюється не об'єднання, а поділ капіталів. Відтак акціонерні товариства, які створюються в процесі приватизації, позбавлені практично всіх переваг «класичних» відкритих корпорацій.

**По-перше**, акціонерні товариства, що створюються під час приватизації, не можуть виконати місію корпорування — об'єднати капітали, оскільки «живі» гроші, отримані за первинного розміщення акцій, одержує держава.

**По-друге**, акції штучно створюваних акціонерних товариств здебільшого є абсолютно неліквідними, що перешкоджає як «переливанню» капіталів, так і впливу акціонерів на менеджмент, а отже, і на виробництво.

**По-третє**, природне прагнення акціонерів до отримання високих дивідендів нині не може бути реалізоване і не стільки через загальний спад виробництва, скільки через небажання керівників платити невідомо за що, адже приватизаційні папери мають тільки умовну, а не реальну вартість.

По суті, акціонерні товариства, що створюються в процесі приватизації, є лише предтечами майбутніх корпорацій.

## 4.2. АКЦІЇ ТА ЇХ ВИДИ

**Обмеження прав акціонерів** Як уже зазначалося, акції — це титули власності, тобто вони засвідчують власність на частку активів акціонерного товариства. Будь-який власник на свій розсуд володіє, користується і розпоряджається своїм майном. Але, оскільки здійснення прав власності окремим учасником товариства зачіпає інтереси інших учасників та самої корпорації як юридичної особи, остільки ці права обмежуються. Вони обмежуються як сутнісними вадами акцій (наприклад, акція — це категорія вартості, котра не прив'язана до конкретної споживної вартості активів товариства, тому ліквідувати актив у натуральному вигляді власник акції не може), так і законодавчими нормами та установчими документами корпорацій.

### **Основні права власників акцій:**

- ◆ право голосу;
- ◆ право на участь у прибутках;
- ◆ першочергове право на купівлю нових акцій;
- ◆ право на активи за ліквідації корпорації;
- ◆ право на інспекцію.

### **Цілі випуску і класифікація акцій**

Випускаючи акції, корпорації мають такі цілі:

- ◆ забезпечити новому підприємству стартовий капітал, необхідний для початку діяльності;
- ◆ залучити додаткові грошові ресурси під час функціонування підприємства;

- ◆ обміняти старі акції при злитті з іншою корпорацією.

Акції **класифікуються** за такими критеріями:

- ◆ місце розміщення ⇒ акції, що обертаються на національному ринку, та міжнародні акції;
- ◆ форма розпорядження ⇒ акції на пред'явника та іменні;
- ◆ права власника ⇒ акції прості та привілейовані.

На міжнародному ринку цінних паперів обертаються акції транснаціональних компаній двох видів — *євроакції та американські депозитні свідоцтва*. Євроакції котируються на міжнародних фондових біржах Європи (Лондонській, Франкфуртській, Паризькій, Люксембурзькій). Обіг їх порівняно незначний: серед основних цінних паперів світового ринку їх частка становила 1 % у 1985 р., 4,6 % у 1987 р., 2,1 % у 1990 р. [22, с.74]. Це пояснюється відсутністю єдиного міжнародного вторинного ринку цінних паперів.

Кроком до інтернаціоналізації акцій є американські депозитні свідоцтва, що репрезентують євроакції, розміщені у депозитаріях США і



обмінені на депозитні свідоцтва, які обертаються на американському фондовому ринку. Таким чином європейські компанії отримують доступ на ринок цінних паперів США.

У СНД першими на міжнародний ринок вийшли російські корпорації.

У **іменній** акції зазначається ім'я власника — тільки він є акціонером і користується відповідними правами. Перехід такої акції до іншого власника фіксується в реєстрі акціонерів корпорації. Акції **на пред'явника** вільно обертаються без спеціальної реєстрації.

#### Прості акції:

- не гарантують власникам дивідендів — останні виплачуються, виходячи з розміру прибутку, що залишається після сплати податків та інших обов'язкових платежів, а також дивідендів по привілейованих акціях;
- дають право голосу.

#### Привілейовані акції:

- гарантують власникам фіксований дивіденд незалежно від результатів діяльності корпорації;
- дають пріоритетне право (у порівнянні з власниками простих акцій) на участь у розподілі майна акціонерного товариства за його ліквідації;
- не дають власнику права голосу.

Прості акції більш поширені, ніж привілейовані, оскільки:

*по-перше*, існують законодавчі обмеження щодо випуску привілейованих акцій з метою уникнення порушень у балансі інтересів акціонерів і менеджерів товариства;

*по-друге*, прості акції більш дохідні, ніж привілейовані, оскільки є більш ризиковими.

Ілюстрацією пропорції емісії різних видів акцій є дані табл.4.1.

Таблиця 4.1

#### ЕМІСІЯ АКЦІЙ В США\*

Види акцій	Обсяг емісії							
	1989 р.		1990 р.		1991 р.		1992 р.	
	млрд дол.	%	млрд дол.	%	млрд дол.	%	млрд дол.	%
Прості	35,9	84,4	19,4	83,3	48,2	73,5	57,2	72,9
Привілейовані	6,5	15,6	3,9	16,7	17,4	26,5	21,3	27,1
<b>Усього</b>	<b>42,4</b>	<b>100</b>	<b>23,3</b>	<b>100</b>	<b>65,6</b>	<b>100</b>	<b>78,5</b>	<b>100</b>

\* Розраховано за [22, с. 47].

## **Види привілейованих акцій**

У ряді країн (США, Канада, Великобританія та у деяких інших) привілейовані акції мають такі **види**:

### **① Кумулятивні привілейовані акції.**

Невиплачені дивіденди на них накопичуються і сплачуються власникам акцій до оголошення про виплату дивідендів на прості акції.

### **② Некумулятивні привілейовані акції.**

Власники втрачають дивіденди за той період, коли не було оголошено про їх виплату.

### **③ Привілейовані акції з часткою участі.**

Дають власникам право на отримання додаткових дивідендів понад оголошену суму, якщо дивіденди по простих акціях перевищують цю суму.

### **④ Конвертовані привілейовані акції.**

Можуть бути обмінені на певну кількість простих акцій.

### **⑤ Привілейовані акції із ставкою дивідендів, що коригується.**

Дивіденди по цих акціях не є фіксованими, а коригуються з урахуванням дохідності інших паперів.

### **⑥ Привілейовані акції, що можуть бути викуплені емітентом.**

Акціонерне товариство залишає за собою право викупити акції з надбавкою до номінальної вартості. Для цього в корпорації створюється викупний фонд; але якщо його розмір виявляється недостатнім для викупу акцій, їх погашення не відбувається.

### **⑦ Ретрективні привілейовані акції.**

Власник такої акції може змусити корпорацію погасити її.

### **⑧ Підпорядковані привілейовані акції.**

Деякі акціонерні товариства випускають привілейовані акції різних класів з різними правами, стосовно активів і дивідендів. Підпорядкована акція нижчого класу дає власникам менше прав, ніж привілейована акція цієї самої корпорації вищого класу.

## **4.3. ОСОБЛИВОСТІ АКЦІЙ УКРАЇНСЬКИХ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ**

### **Загальна характеристика**

Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондову біржу» в Україні можуть випускатися такі **види акцій**:

- ◆ іменні прості;
- ◆ іменні привілейовані;
- ◆ на пред'явника прості;
- ◆ на пред'явника привілейовані.

Акції акціонерних товариств, що створюються під час приватизації, можуть бути лише іменними простими.

Привілейовані акції не можуть випускатися на суму понад 10 відсотків статутного фонду.

### **Обов'язкові реквізити акцій:**

- фірмове найменування акціонерного товариства та його місцезнаходження;
- найменування цінного паперу — «акція»;
- порядковий номер акції;
- дата випуску;
- вид акції;
- номінальна вартість;
- ім'я власника (для іменної акції);
- розмір статутного фонду акціонерного товариства на день випуску акцій;
- кількість акцій, що випускаються;
- строк виплати дивідендів;
- підпис голови правління акціонерного товариства або іншої вповноваженої на те особи;
- печатка акціонерного товариства.

До акції може додаватися купонний листок на виплату дивідендів. У купоні мають бути такі основні дані:

- порядковий номер купона на виплату дивідендів;
- порядковий номер акції, на яку сплачуються дивіденди;
- найменування акціонерного товариства;
- рік виплати дивідендів.

На сумарну номінальну власність акціонерам може видаватися *сертифікат*. Згідно з українським законодавством сертифікат не є цінним папером і реквізити його не регламентуються.

### **1. Право голосу (управління).**

#### **Права**

#### **власників акцій**

На установчих зборах діє принцип «одна акція — один голос». Але в статуті акціонерного товариства може бути встановлена квота щодо збільшення або обмеження кількості голосів для одного акціонера.

Акціонери на **установчих зборах** вирішують такі питання:

- приймають рішення про створення акціонерного товариства і затверджують його статут (3/4 голосів присутніх);
- приймають або відхиляють пропозицію про передплату на акції, якщо вона перевищує кількість акцій, на які було оголошено передплату раніше (простою більшістю присутніх);
- зменшують розмір статутного фонду у випадках, коли у встановлений строк передплатою на акції не вдалося покрити всю суму (простою більшістю голосів присутніх);
- обирають спостережну раду акціонерного товариства, правління та ревізійну комісію (3/4 голосів присутніх);
- вирішують питання про схвалення угод, укладених засновниками до створення акціонерного товариства (простою більшістю голосів присутніх);

- визначають пільги, що надаються засновникам (3/4 голосів присутніх);
- затверджують оцінку внесків у натуральній формі (простою більшістю голосів присутніх);
- інші питання відповідно до статутних документів (простою більшістю голосів присутніх).

Вищим органом управління корпорацією є **загальні збори товариства**. На них акціонери:

- визначають основні напрями діяльності та затверджують плани і звіти про їх виконання (простою більшістю голосів присутніх);
- вносять зміни до статуту (3/4 голосів присутніх);
- обирають та відкликають членів правління та ревізійної комісії (простою більшістю голосів присутніх);
- затверджують річні результати діяльності акціонерного товариства, його дочірніх підприємств, звіти і висновки ревізійної комісії, порядок розподілу прибутку, визначають порядок покриття збитків (простою більшістю голосів присутніх);
- приймають рішення щодо створення і ліквідації дочірніх підприємств, філій та представництв (3/4 голосів присутніх), їх реорганізації, затверджують їхні статuti та положення (простою більшістю голосів присутніх);
- виносять рішення про притягнення до майнової відповідальності посадових осіб (простою більшістю голосів присутніх);
- затверджують правила процедури та інші внутрішні нормативні документи (простою більшістю голосів);
- вирішують питання про придбання акціонерним товариством акцій, що випускаються ним (простою більшістю голосів присутніх);
- визначають умови оплати праці посадових осіб акціонерного товариства, його дочірніх підприємств, філій та представництв (простою більшістю голосів присутніх);
- затверджують договори, укладені на суму, що перевищує вказану у статуті (простою більшістю голосів);
- приймають рішення про припинення діяльності товариства (3/4 голосів присутніх), призначення ліквідаційної комісії, затвердження ліквідаційного балансу (простою більшістю голосів).

Загальні збори є правомочними, якщо в них беруть участь акціонери, що мають відповідно до статуту понад 60 відсотків голосів.

Будь-хто з акціонерів може вносити свої пропозиції до порядку денного загальних зборів не пізніше ніж за 40 днів до їх скликання. У цей же строк акціонери, що володіють у сукупності понад 10-ма відсотками голосів, можуть вимагати включення питань до порядку денного.

Акціонери, які володіють у сукупності понад 20-ма відсотками голосів, мають право вимагати скликання загальних зборів у будь-який час з будь-якого приводу. Якщо правління не виконало їх вимогу протягом 20 днів, то вони можуть самостійно скликати загальні збори.

Власники привілейованих акцій не беруть участі в управлінні товариством, якщо інше не зафіксовано в статуті.

Загальновизнаним є погляд, що дрібні акціонери в умовах становлення фондового ринку мають обмежені права в управлінні і не можуть протистояти менеджменту чи стратегічним інвесторам. Наведений нижче приклад свідчить, що дрібні акціонери можуть примусити поважати свої права.

### **ФОНД «НАФТА-АЛМАЗ-ІНВЕСТ»**

#### **28 жовтня долю вирішують акціонери**

*Чековий інвестиційний фонд «Нафта-Алмаз-Інвест» заснований п'ятьма організаціями, що створені громадянином Ефіопії С.Тесфає. Керуючою компанією фонду та його депозитарієм теж є організації, що засновані С.Тесфає. Сам С.Тесфає є генеральним директором як фонду, так і керуючої компанії. Таким чином, фонд та організації, що його обслуговують, були повністю під контролем однієї особи.*

*Завдяки безпрецедентній рекламній кампанії фонд зміг залучити кошти 970 тисяч громадян, що становить суму близько 2 млн приватизаційних чеків і 2,3 млрд рублів. Рекламна політика фонду здавалася досить переконливою та привабливою, але, на жаль в її основу було покладено фальсифіковані дані про отриманий фондом прибуток та про виплачені податки. Виходячи з цього оголошувалися дивіденди з розрахунку 750% річних. Такі дивіденди і справді були виплачені акціями фонду, але тільки 12 його працівникам і членам їхніх сімей. Кожен отримав додаткові акції на суму в середньому 35 тисяч рублів. Таким чином, у своїй діяльності керівники фонду використовували недобросовісні методи...*

#### **ДО УВАГИ АКЦІОНЕРІВ ЧЕКОВОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ФОНДУ «НАФТА-АЛМАЗ-ІНВЕСТ»**

*Шановні акціонери! Ви домоглися можливості реалізувати своє законне право на проведення позачергових зборів, на яких буде розглянуто питання про притягнення до карної відповідальності керівництва фонду, керуючої компанії та депозитарію, за збитки, завдані фонду і його акціонерам, а також питання про оздоровлення керівництва фонду. За проведення позачергових зборів подано понад 1 мільйон голосів.*

Известия. — 1994. — 26 жовт.

## **2. Право на участь у прибутках.**

Воно реалізується начисленням дивідендів на акції.

Привілейовані акції дають власнику першочергове право на отримання дивідендів. Вони можуть випускатися з фіксованим у відсотках до номінальної вартості дивідендом. Виплата дивідендів відбувається незалежно від розміру прибутку акціонерного товариства. У випадку недостатнього прибутку дивіденди виплачуються за рахунок резервного (страхового) фонду.

Якщо розмір дивідендів на прості акції перевищує розмір дивідендів на привілейовані акції, власникам останніх може проводитися доплата до розміру дивідендів, виплачених іншим акціонерам.

Дивіденди виплачуються за підсумками року.

## **3. Першочергове право на купівлю нових акцій.**

Воно дає можливість закупити акції нової емісії до моменту появи акцій у відкритому продажі. Мета такого права — захистити держателів значних пакетів акцій від втрати свого впливу на діяльність товариства.

## **4. Право на активи за ліквідації товариства.**

Це право дає можливість акціонерам отримати частку майна підприємства за його ліквідації, але тільки після:

— покриття витрат, зв'язаних із провадженням справи про банкрутство в арбітражному суді та роботою ліквідаційної комісії;

— задоволення забезпечених заставою вимог кредиторів;

— виконання зобов'язань перед працівниками підприємства;

— виплат державних і місцевих податків, платежів органам державного страхування та соціального забезпечення;

— задоволення не забезпечених заставою вимог кредиторів [3].

Власники привілейованих акцій мають переважне (порівняно із власниками простих акцій) право на активи товариства за його ліквідації.

## **5. Право на інспекцію.**

Акціонерам надається можливість ознайомлення з документами, зв'язаними із порядком денним загальних зборів. Крім того, окремі з них можуть увійти до складу спостережної ради, що контролює дії правління, або ревізійної комісії, яка займається перевіркою фінансово-господарської діяльності правління.

### **4.4. ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА КОРПОРАЦІЙ**

#### **Сутність дивідендної політики**

З позиції акціонерного товариства дивіденд — це частка витрат корпорації, необхідна для обслуговування акціонерного капіталу, що виступає у формі частки прибутку, яка залишається після сплати податків та інших обов'язкових платежів і сплачується акціонерам пропорційно кількості акцій, що знаходяться в обігу. З позицій акціонера

дивіденд виступає як плата за користування товариством його грошима, що вкладені у статутний капітал компанії. З погляду фінансового аналітика дивіденд є технічним показником, який дає змогу оцінити інвестиційну привабливість емітента розрахунком розміру дивіденду на акцію, відношенням суми дивідендів до ринкової вартості акції, оцінити пропорції розподілу прибутку корпорації, вартість простого та привілейованого капіталу та інше.

Дивіденди оголошуються у вигляді абсолютних значень, оскільки відсотки можуть, у деяких випадках, не показувати вірогідних значень розміру доходів акціонерів.

Дивіденди можуть виплачуватися готівкою або акціями:

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

**Теоретичні засади дивідендної політики**

Пропозицій щодо послаблення цієї суперечності є чимало.

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

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

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

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

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

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

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

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

- за  $J > K$  — ринкова вартість акцій тим вища, чим нижчі дивіденди;
- за  $J < K$  — ринкова вартість акцій зростатиме, якщо зростатимуть дивіденди.

#### **Дивідендна політика в умовах становлення фондового ринку**

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

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

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

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

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

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



Мільйони людей в Україні залучені до процесу приватизації, акціонування. Багато з них є держателями акцій, облигацій та інших цінних паперів в надії на отримання стабільного доходу.

Часом їх просто «красиво» чи не дуже «красиво» обдурюють.

Як саме?

**Оголошення розміру дивідендів як відсотків від номінальної вартості акцій.**

В усіх країнах світу дивіденд оголошується як певна грошова сума, що припадає на одну акцію. Реальний дохід акціонера визначається як відношення отриманої грошової суми до суми, яку акціонер фактично сплатив за належні йому акції з урахуванням усіх надбавок та комісійних.

**Приклад 1.** За акції номінальної вартості 100 000 крб. при купівлі був сплачений комісійний збір у розмірі 10 000 крб. На одну акцію виплачений дивіденд у розмірі 250 000 крб. Реальний дохід становить  $250\ 000 : (190\ 000 + 10\ 000) = 125\%$ . Проте акціонерне товариство оголосило про виплату дивідендів у розмірі 250%.

**Приклад 2.** За 1992 рік банк сплатив дивіденди по акціях номінальною вартістю 1000 крб. у розмірі 200%, а за 1993 оголосив про дивіденди в розмірі 500%. Незважаючи на значний номінальний приріст, розмір реальних дивідендів скоротився, оскільки 2000 крб. на початку 1993 року мали набагато більшу цінність, ніж 5000 крб. на початку 1994 року.

**Затримка у виплаті дивідендів.**

Загальною практикою є виплата дивідендів протягом 30 днів з дня оголошення (день річних зборів акціонерів). Затримка у виплаті може пояснюватися неоперативністю розрахунків між банками. Однак деякі компанії встановлюють період, тільки після закінчення якого акціонер може отримати дивіденди (наприклад шість місяців). У цьому випадку реальна дохідність акцій компанії виявляється набагато нижчою за оголошену.

**Виплата дивідендів залежно від часу придбання акцій.**

**Приклад.** Загальні збори акціонерів приймають рішення виплатити високі дивіденди тим, хто придбав акції до 1 червня. Але чековий аукціон закінчився тільки 15 червня, тобто “особливі” дивіденди отримують лише працівники підприємства.

Виплата дивідендів залежно від часу придбання акцій залишає широкий простір для різних хитрощів, наслідком яких є або завищення рівня оголошених дивідендів, або обмеження прав деяких категорій акціонерів.

## РОЗДІЛ 5

### БОРГОВІ ЦІННІ ПАПЕРИ ПІДПРИЄМСТВ (ОРГАНІЗАЦІЙ)

**Ключові поняття і терміни:** облігації підприємств (організацій), їх види; депозитні та ощадні сертифікати банків, їх види; простий та переказний вексель.

#### 5.1. ОБЛІГАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ (ОРГАНІЗАЦІЙ)

**Загальна характеристика та класифікація**

*Облігації підприємств (організацій) — це вид боргових цінних паперів, що служать цілям залучення грошових ресурсів для оновлення основного капіталу. Емітент несе зобов'язання перед власниками облігацій щодо їх викупу в обумовлений термін та щодо виплати доходу.*

Власники облігацій не мають прав на участь в управлінні емітентом, вони виступають як кредитори, доходи яких залежать від результатів діяльності підприємства (організації).

Класифікацію облігацій наведено у табл.5.1.

За **формою розпорядження** облігації класифікуються на **іменні**, що свідчать про належність конкретному власнику, та **на пред'явника**, а за **формою випуску** — на **купонні**, що мають купони, по яких виплачуються відсотки, та **безкупонні**.

За **строком обігу** облігації бувають:

- ◆ **короткострокові** ⇒ випускаються на строк до 1 року;
- ◆ **середньострокові** ⇒ випускаються на строк від 1 до 5 років;
- ◆ **довгострокові** ⇒ випускаються на строк понад 5 років;
- ◆ **вічні** ⇒ які не передбачають зобов'язань емітента щодо їх остаточного погашення.

За **способом забезпечення** облігації розділяються на **заставні** та **беззаставні**.

**Заставні облігації** — це ті, що забезпечуються активами емітента, тобто емітент погоджується заставити під борг своє майно, а власнику облігації надається право отримати заставлене майно у власність за несплати боргу.

## КЛАСИФІКАЦІЯ ОБЛІГАЦІЙ

Класифікаційні ознаки	Види облігацій
Форма розпорядження	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Іменні,</li> <li>• на пред'явника.</li> </ul>
Форма випуску	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Купонні,</li> <li>• безкупонні.</li> </ul>
Строк обігу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Короткострокові,</li> <li>• середньострокові,</li> <li>• довгострокові,</li> <li>• вічні.</li> </ul>
Спосіб забезпечення	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Заставні,</li> <li>• беззаставні.</li> </ul>
Спосіб виплати доходу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Відсоткові,</li> <li>• безвідсоткові,</li> <li>• кумулятивні,</li> <li>• з «плаваючим курсом»,</li> <li>• двохвалютні,</li> <li>• з участю у доходах.</li> </ul>
Вид погашення	<ul style="list-style-type: none"> <li>• З достроковим погашенням,</li> <li>• з відкладеного фонду,</li> <li>• з викупного фонду,</li> <li>• з відшкодуванням,</li> <li>• серійні,</li> <li>• з розширенням строку заборгованості,</li> <li>• зі звуженням строку заборгованості,</li> <li>• невідкличні (ординарні).</li> </ul>
Права на купівлю інших цінних паперів емітента	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Конвертовані,</li> <li>• опціонні,</li> <li>• з варантом.</li> </ul>
Місце обігу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Внутрішні,</li> <li>• міжнародні.</li> </ul>

Різниця між заставою і заставною облигацією полягає лише у способі розміщення та формі останньої. Спосіб розміщення заставних облигацій показаний на рис.5.1.

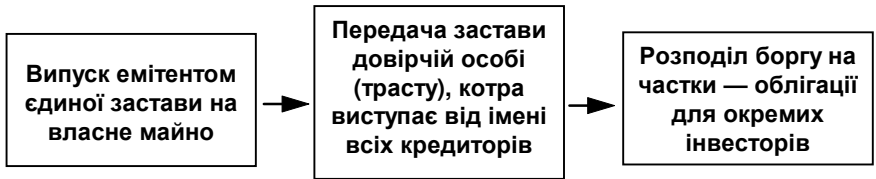


Рис. 5.1. Спосіб розміщення заставних облигацій

Заставні облигації можуть мати такі **форми**:

◆ **облигації під першу заставу** — претензії по яких задовольняються у першу чергу;

◆ **облигації під другу чи загальну заставу** — розміщуються, коли облигації під першу заставу вже обертаються; претензії по них задовольняються після розрахунків з власниками облигацій під першу заставу;

◆ **облигації під заставу цінних паперів** — забезпечуються не фізичними активами, а акціями чи борговими паперами, які за невиконання боргу переходять до власників цих облигацій;

◆ **гарантовані облигації** — виконання зобов'язань по них гарантується не емітентом, а іншою компанією.

**Беззаставні облигації** не забезпечені майном емітента. Вони виступають у вигляді прямих боргових зобов'язань, які не дають права власнику на майнові претензії до емітента. Причинами їх випуску можуть бути: відсутність фізичних активів для застави; фінансова могутність і висока репутація, які дозволяють брати в борг, не забезпечуючи зобов'язань майном, та деякі інші.

За **способом виплати доходу** облигації класифікуються:

◆ **на відсоткові облигації** — які погашаються за номінальною вартістю зі сплатою фіксованого відсотка;

◆ **безвідсоткові облигації** — не передбачають виплати відсотків. Вони реалізуються з дисконтом, а погашаються за номінальною вартістю;

◆ **кумулятивні облигації**, по яких відсоток є кумулятивним: якщо не сплачується, то додається до претензій власника;

◆ **облигації з «плаваючим курсом»**, по яких дохідність змінюється залежно від існуючих відсоткових ставок, але має встановлений мінімум;

◆ **двохвалютні облигації** — розміщення та виплата доходів на ці облигації здійснюється в одній валюті, а погашення — в іншій. Інвестор може отримувати додатковий дохід від валютних спекуляцій;

♦ **облігації з участю у доходах** — дають власникам права акціонерів щодо отримання дивідендів. Поряд з відсотками власники таких облігацій отримують додатковий дохід за результатами діяльності емітента.

**За видом погашення** облігації поділяються:

♦ **на облігації з достроковим погашенням** — викупаються емітентом достроково за ціною, яка дещо перевищує номінальну вартість облігації, з відсотком на момент погашення;

♦ **облігації відкладеного фонду** — частина випуску викупається емітентом достроково за рахунок так званого відкладеного фонду, що, як правило, передається під керування трасту;

♦ **облігації викупного фонду** — викупаються достроково, якщо викуп можна зробити за заздалегідь обумовленою ціною чи нижче за неї. На відміну від облігацій відкладеного фонду, тут відсутні взаємні зобов'язання сторін щодо дострокового викупу;

♦ **облігації, що відшкодовуються**, на бажання власника можуть у будь-який час вільно обмінюватися на готівку;

♦ **серійні облігації** — частина боргу виплачується щороку по серіях;

♦ **облігації, строк заборгованості щодо яких розширюється** — в момент погашення дають власнику право на довгострокові облігації такої самої вартості;

♦ **облігації, строк заборгованості щодо яких звужується**, — випускаються, як правило, строком на 10 років, але можуть пред'являтися власником для погашення за номіналом через 5 років;

♦ **невідкличні (ординарні) облігації** викуповуються одночасно у точно встановлений строк.

Різні види облігацій дають власникам різні **права на купівлю інших цінних паперів емітента**:

♦ **конвертовані облігації** — їх можна обміняти на акції, але після обміну власник такої облігації втрачає права на доходи від неї;

♦ **опціонні облігації** — дають право на купівлю інших цінних паперів емітента; це право не обмежує прав власника опціонних облігацій на отримання на них доходів;

♦ **облігації з варантом** — дають право купівлі нових облігацій емітента за заздалегідь визначеною ціною у зазначені строки. Власники залишають за собою право на одержання доходів від облігацій з варантом.

Залежно від **місяця обігу** облігації бувають **внутрішніми**, що обертаються на внутрішньому ринку цінних паперів, та **міжнародними**. Останні виступають у формах:

♦ **євроноти**, що є короткостроковими борговими цінними паперами із плаваючою ставкою; купують їх переважно комерційні банки;

♦ **єврооблігації** — випускаються на великий термін і розміщуються, як правило, на фондових ринках кількох країн.

**Особливості  
облігацій  
українських  
підприємств (ор-  
ганізацій)**

Згідно з українським законодавством облігації можуть випускати підприємства всіх форм власності, організаційно-правових форм, а також об'єднання підприємств.

Облігації можуть бути іменними та на пред'явника, відсотковими і безвідсотковими (цільовими), такими, що вільно обертаються або з обмеженим колом обігу. Цільові облігації повинні містити визначення товару, під який їх випускають.

За невиконання емітентом зобов'язань щодо виплати доходів та (або) погашення облігацій відповідні суми стягуються судом на користь власника.

Акціонерні товариства можуть випускати облігації на суму, що не перевищує 25 відсотків статутного фонду і лише після оплати всіх випущених акцій.

Забороняється випускати облігації для формування статутного капіталу емітента, а також для покриття його збитків.

Облігації повинні мати такі **реквізити**:

- найменування цінного паперу — «облігація»;
- фірмове найменування і місцезнаходження емітента;
- фірмове найменування або ім'я покупця (для іменної облігації);
- номінальна вартість облігації;
- строки погашення;
- розмір і строки виплати відсотків (для відсоткових облігацій);
- місце і дату випуску;
- серію і номер облігації;
- підпис керівника емітента або іншої вповноваженої на те особи, печатку емітента.

Крім основної частини, до облігації може додаватися **купонний листок** на виплату відсотків. Він повинен містити такі основні дані:

- порядковий номер;
- номер облігації;
- найменування емітента;
- рік виплати відсотків.

Купонний листок є обов'язковим для облігацій, що запропоновані для відкритого продажу з наступним вільним обігом (крім безвідсоткових облігацій).

Загальний обсяг емісій облігацій в Україні порівняно невеликий — він становить 0,5% від випуску акцій за період з 1 січня 1993 р. по 1 січня 1996 р.\*

Облігації випускаються переважно для фінансування конкретних проєктів, наприклад облігації корпорації «Київміськбуд».

---

\* Розраховано за: [27, с. 46].

## **ОБЛІГАЦІЇ КОРПОРАЦІЇ “КИЇВМІСЬКБУД” — ОСЬ ШАНС МАТИ ЖИТЛО!**

### **Шановні добродії!**

*Із задоволенням пропоную вашій увазі новий вид послуг державної комунальної будівельної корпорації “Київміськбуд”, яка понад 40 років є основним забудовником м. Києва ...*

*Облігації корпорації “Київміськбуд” — це цінні папери, що випускаються вартістю 0,1 кв. м. Це означає, що, придбавши одну облігацію, ви стаєте власником 0,1 кв.м житла. А далі — скільки облігацій, стільки й площі. Номінальна вартість облігації — 3 млн крб. Відповідно вартість 1 кв. м становить 30 млн. крб. Незважно вирахувати, що ця ціна значно нижча за ту, що встановилася на стихійному ринку житла...*

*Облігації повністю ліквідні, тобто їх можна в будь-який момент здати за місцем придбання, і вам повернуть гроші відповідно до вартості облігацій на той момент. Але не секрет — вартість нерухомості постійно зростає, та й інфляція вносить у наше життя свої корективи. Отож, власники облігацій можуть бути впевнені, що їхні гроші не пропадуть, а вони самі не постраждають.*

*І ще один стимул: облігації можуть використовуватись і як засіб накопичення. За першою емісією будуть наступні. Облігації першого випуску обмінюватимуться на облігації наступних випусків без доплати. Куплений вами метр житла буде метром завжди....*

**Житлові облігації корпорації “Київміськбуд” — архіпелаг надійності в океані нестабільності.**

***З повагою президент корпорації “Київміськбуд”  
В. Полячко***

РІО. — 1995. — №27

## 5.2. ДЕПОЗИТНІ ТА ОЩАДНІ СЕРТИФІКАТИ БАНКІВ

**Загальна характеристика та класифікація** *Депозитні та ощадні сертифікати банків — це письмові свідоцтва комерційних та ощадних банків про депонування певних коштів, які засвідчують права власників на отримання після заздалегідь встановленого терміну депозитів та відсотків на них. Різниця між депозитними та ощадними сертифікатами полягає в тому, що перші призначені для юридичних осіб, другі — для громадян (США, Росія).*

Депозитні та ощадні сертифікати — відносно молоді види цінних паперів: їх почали випускати у 60-х роках.

Класифікацію депозитних та ощадних сертифікатів наведено в табл.5.2.

Таблиця 5.2

### КЛАСИФІКАЦІЯ ДЕПОЗИТНИХ ТА ОЩАДНИХ СЕРТИФІКАТІВ

Критерії класифікації	Види депозитних та ощадних сертифікатів
Форма розпорядження	<ul style="list-style-type: none"><li>• Іменні,</li><li>• на пред'явника.</li></ul>
Характер погашення	<ul style="list-style-type: none"><li>• Одноразові,</li><li>• серійні.</li></ul>
Строк випуску	<ul style="list-style-type: none"><li>• Строкові,</li><li>• до запитання.</li></ul>
Спосіб виплати відсотка	<ul style="list-style-type: none"><li>• з фіксованою ставкою відсотка,</li><li>• з «плаваючою» ставкою відсотка.</li></ul>
Можливість дострокового погашення емітентом	<ul style="list-style-type: none"><li>• Відкличні,</li><li>• невідкличні.</li></ul>
Можливість вільного обігу	<ul style="list-style-type: none"><li>• Вільно обертаються,</li><li>• не обертаються.</li></ul>

За **строком випуску** депозитні й ощадні сертифікати класифікуються як **строкові**, тобто ті, що випущені на конкретний строк (у практиці США найбільш поширені строки випуску — 7–31 день, 3 місяці, 6 місяців, 1 рік, 1,5 року, 3 роки; в Росії законодавчо встановлені максимальні строки обігу депозитних сертифікатів — 1 рік, ощадних — 3 роки), та **до запитання**, строк обігу яких не встановлений.



Виступаючи в ролі фондових інструментів, сертифікати банків **вільно обертаються**. Проте в США випускаються депозитні сертифікати двох видів: як ті, що вільно обертаються, так і ті, **що не обертаються**.

Інші характеристики депозитних та ощадних сертифікатів банків збігаються з характеристиками облігацій.

### **Ощадні сертифікати українських банків**

Українське законодавство не робить різниці між депозитними та ощадними сертифікатами. Згідно зі статтею 18 Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» ощадний сертифікат — письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке засвідчує право вкладника на одержання після закінчення встановленого строку депозиту і відсотків на нього.

Ощадні сертифікати бувають **строкові** або **до запитання, іменні та на пред'явника**. У випадку, коли власник строкових сертифікатів вимагає повернення грошей до закінчення обумовленого сертифікатом терміну депозиту, йому сплачується знижений відсоток, рівень якого визначається при внесенні депозиту. Іменні сертифікати обігу не підлягають, а їх відчуження іншим особам є недійсним.

Ощадні сертифікати повинні мати такі **реквізити**:

- найменування цінного паперу — «ощадний сертифікат»;
- найменування банку, що випустив сертифікат, та його місцезнаходження;
- порядковий номер сертифіката;
- дату випуску;
- суму депозиту;
- строк вилучення вкладу (для строкового сертифіката);
- найменування або ім'я держателя (для іменного сертифіката);
- підпис керівника банку або іншої вповноваженої на те особи, печатку банку.

Загальний обсяг ощадних сертифікатів становить 35,5% номінальної вартості всіх недержавних цінних паперів, що випущені в Україні з 1 січня 1993 р. по 1 січня 1996 р.\*

### **5.3. ВЕКСЕЛІ**

#### **Загальна характеристика**

*Вексель — це цінний папір, що засвідчує незабезпечене зобов'язання сплатити в зазначений термін борг. Борг може сплачуватися самим боржником — простий вексель, а також боржником чи іншою особою — переказний вексель.*

Схематично порядок розрахунку векселями показано на рис. 5.2.

---

\* Розраховано за: [27, с. 46].

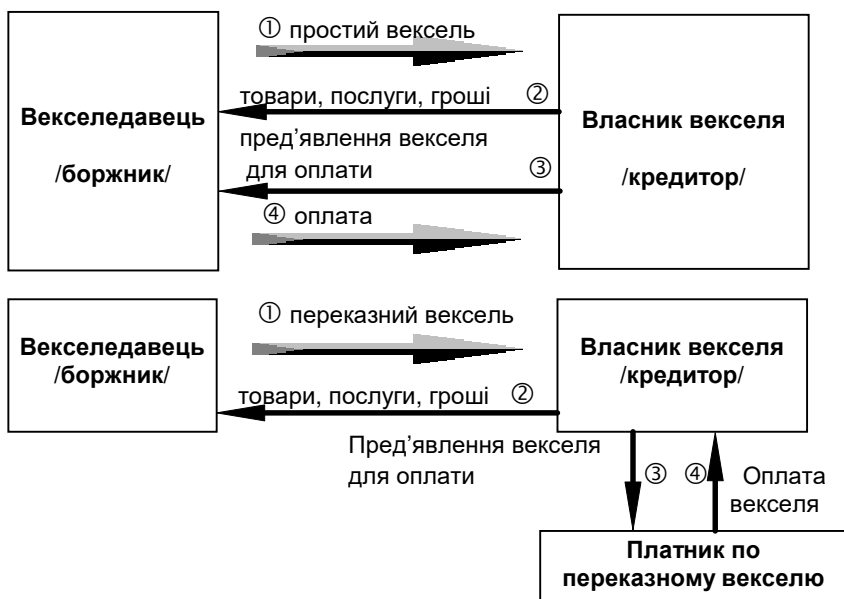


Рис.5.2. Порядок розрахунку векселями

На відміну від боргових розписок векселі мають властивість **обігу** — за допомогою передаточного напису вони можуть переходити з рук до рук. Ця властивість забезпечує векселям можливість:

- ◆ виступати як засіб кредитування;
- ◆ прискорювати розрахунки між суб'єктами господарювання;
- ◆ служити інструментом оформлення взаємної заборгованості контрагентів;
- ◆ замінювати низку бартерних операцій.

Вексель — найстаріший цінний папір, що обслуговував торговельні операції починаючи з XII століття. З того часу склалася специфічна *термінологія* вексельного обігу:

- ◆ **аваліст** — поручитель по векселю;
- ◆ **аваль** — поручительство по векселю;
- ◆ **акцепт** — згода на оплату векселя;
- ◆ **акцептант** — особа, що згодна оплатити вексель;
- ◆ **алонж** — додатковий до векселя листок, на якому вчиняються передавальні написи;
- ◆ **індосамент** — передавальний напис на векселі, згідно з яким вексель передається новій особі;
- ◆ **індосант** — новий держатель векселя;

- ◆ **ремітент** — перший одержувач переказного векселя;
- ◆ **тратта** — переказний вексель, платником по якому є не векселедавець, а третя особа, що бере на себе обов'язок платежу;
- ◆ **трасант** — векселедавець переказного векселя, що переводить свій платіж на третю особу — платника;
- ◆ **трасат** — платник по переказному векселю.

**Особливості вексельного обігу в Україні** Вексельний обіг регулюється згідно з Женевською конвенцією 1930 р., до якої приєдналася Україна, а також з національними правовими нормами.

Векселі випускаються на спеціальних бланках, які купують векселедавці у Національного банку за посередництвом комерційних банків. **Реквізити** векселів наведено в табл.5.3.

*Таблиця 5.3*

#### РЕКВІЗИТИ ВЕКСЕЛІВ

Простий вексель	Переказний вексель
<ul style="list-style-type: none"> <li>• найменування — «простий вексель»;</li> <li>• просте і нічим не обумовлене зобов'язання сплатити визначену суму;</li> <li>• зазначення строку платежу;</li> <li>• зазначення місця, в якому має відбутися платіж;</li> <li>• найменування того, кому або за наказом кого платіж має бути здійснений;</li> <li>• дата і місце складання векселя;</li> <li>• підпис платника (векселедавця)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• найменування — «переказний вексель»</li> <li>• проста і нічим не обумовлена згода сплатити певну суму;</li> <li>• зазначення строку платежу;</li> <li>• зазначення місця, в якому має відбутися платіж;</li> <li>• найменування того, кому, або за наказом кого, платіж має бути здійснений;</li> <li>• найменування того, хто повинен платити (платника);</li> <li>• дата і місце складання векселя;</li> <li>• підпис того, хто видає документ</li> </ul>

Документ, в якому немає хоч одного з реквізитів, наведених у табл.5.3, не має законної сили, за винятком таких випадків:

— вексель, в якому строк платежу не зазначений, вважається таким, що оплачується на пред'явлення;

— за відсутності іншого місце складання документа (для простого векселя) вважається місцем платежу і одночасно місцем проживання платника (векселедавця — для простого векселя);

— вексель, в якому не вказано місце його складання, визначається підписами у місці, позначеному поруч з найменуванням векселедавця.

Користуватися векселями, а також бути векселедавцями, акцептантами, індосантами й авалістами можуть тільки юридичні особи.

Векселі видаються лише в оплату за поставлену продукцію, виконані роботи та надані послуги, за винятком векселів державних установ та комерційних банків.

Масштабний вексельний обіг в Україні почався з кінця 1994 р. у зв'язку з намаганням уряду ліквідувати кризу неплатежів державних підприємств запровадженням вексельного обігу для покриття взаємної заборгованості [9]. За деякими оцінками обсяг вексельної маси на кінець 1994 р. становив 400 трлн крб. Але, оскільки стягнення на майно боржників тоді (як, між іншим, і нині) накласти було практично неможливо, ясна річ, що функцію погашення заборгованості векселі не могли виконати. Щодо недержавних підприємств, то вони (з тієї самої причини) віддають перевагу грошовим, а не вексельним розрахункам.

## РОЗДІЛ 6

### ПОХІДНІ ЦІННІ ПАПЕРИ І СУРОГАТИ

**Ключові поняття і терміни:** інвестиційні фонди і компанії; інвестиційний сертифікат; варант; опціон; ф'ючер; сурогати цінних паперів.

#### 6.1. ІНВЕСТИЦІЙНІ СЕРТИФІКАТИ

##### **Інвестиційні сертифікати, як інструмент спільного інвестування**

Спільне інвестування здійснюється в інтересах дрібних інвесторів об'єднанням їх грошей. *Організація, що призначена для спільного інвестування, — інвестиційний фонд.* Він спрямовує об'єднані кошти інвесторів на купівлю цінних паперів інших емітентів\*. Доходи фонду становлять дивіденди (відсотки) та прибуток від операцій з цінними паперами, за рахунок яких він, у свою чергу, сплачує дивіденди вкладникам.

*Внесення вкладу в інвестиційний фонд засвідчується інвестиційним сертифікатом.*

Метою інвестування в інвестиційний фонд для власника інвестиційного сертифіката є можливість зменшити свої ризики, оскільки за сертифікатом стоять не один чи кілька, а значна кількість цінних паперів. Крім того, професійні менеджери керують активами більш компетентно, ніж дрібні інвестори, які не мають професійних знань з фондових операцій. Тому, до речі, власники інвестиційних сертифікатів не мають прав на управління фондом.

Табл. 6.1. характеризує привабливість спільного інвестування у порівнянні з іншими способами капіталовкладень.

---

\* Крім того, інвестиційні фонди можуть брати участь у капіталі інших підприємств (мати частки) та інвестувати в нерухомість.

Таблиця 6.1

**ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА  
РІЗНИХ ФОРМ КАПІТАЛОВКЛАДЕНЬ [32, с.15]**

Форми капіталовкладень	Дохідність	Надійність	Ліквідність
Ощадний вклад до запитання	–	+++	+
Довгостроковий ощадний вклад	+	+++	–
Цінні папери з фіксованими відсотками	(++)	+++	(–) (+)
Акції	(+) (–)	++(–)	(–) (+)
Дорогоцінні метали	–	+	(–) (+)
Страховання життя	+	+	– –
Нерухомість	+	+++	– –
<b>Частка в інвестиційному фонді</b>	<b>+(++)</b>	<b>+++</b>	<b>(–)(+)</b>
Оцінка:	– ← негативна + ← позитивна (–) (+) ← умовно негативна чи умовно позитивна	– – ← дуже негативна +++ ← дуже позитивна	

За строками існування фонди поділяються:

◆ **на створені з невизначеним терміном:** сфера їх діяльності — цінні папери, що випущені на такий самий термін (акції);

◆ **створені на фіксований строк** — ті інвестиційні фонди, котрі оперують з цінними паперами, які мають визначений строк викупу.

Діяльність інвестиційних фондів підпорядкована інтересам інвесторів, а для їх захисту існує загально прийнята організаційна схема інвестиційного фонду (рис.6.1).

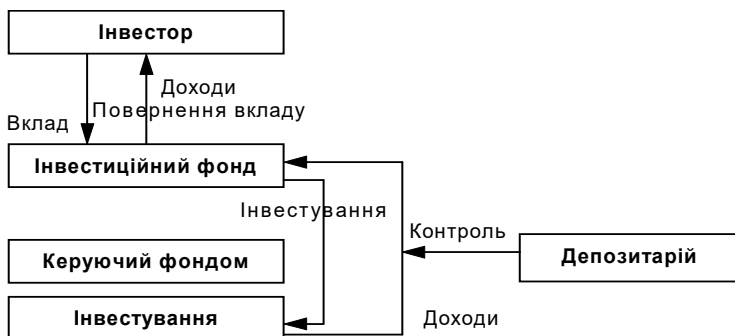


Рис. 6.1. Організаційна структура інвестиційного фонду

Невід'ємними **компонентами** організації є:

- власне **інвестиційний фонд** (як «мішок з грошима»);
- **керуючий інвестиційним фондом**, який розміщує кошти фонду в інтересах інвесторів з урахуванням змішаного ризику (окремо від власних коштів фонду);
- **депозитарій** — що здійснює зберігання, обслуговування операцій та облік активів інвестиційного фонду.

Функціонування інвестиційних фондів регулюється як спеціальним законодавством про інвестиційні фонди, так і нормами, що стосуються кредитних установ.

Основними **принципами діяльності** інвестиційних фондів є:

- ◆ наявність **проспекту** фонду, тобто обіцянки інвесторам щодо інвестування їхніх грошей;
- ◆ повна **інформованість** інвесторів про стан активів фонду;
- ◆ **відокремлення** активів фонду від керуючої компанії;
- ◆ **контроль** з боку депозитарію;
- ◆ **повернення** вкладу інвестора на його вимогу.

### **Особливості українських інвестиційних сертифікатів**

Українське законодавство [6; 7] виокремлює **інвестиційні фонди** та **інвестиційні компанії**.

**Інвестиційний фонд** здійснює діяльність тільки у галузі спільного інвестування, а **інвестиційна компанія** — це торговець цінними паперами, який, крім інших видів діяльності, може емісією цінних паперів та їх розміщенням залучати кошти для здійснення спільного інвестування. Для спільного інвестування інвестиційна компанія створює **взаємний фонд**. Інвестиційні фонди (компанії) випускають **інвестиційні сертифікати**, які дають право власникам на дивіденди. **Права на управління власники не мають.**

Інвестиційні сертифікати можуть бути **іменними і на пред'явника**; вони повинні мати такі **реквізити**:

- фірмове найменування інвестиційного фонду (компанії);
- місцезнаходження інвестиційного фонду (компанії);
- найменування цінного паперу — «інвестиційний сертифікат»;
- порядковий номер;
- дата випуску;
- вид;
- номінальна вартість;
- ім'я власника (для іменного інвестиційного сертифіката);
- строк виплати дивідендів;
- підпис посадової особи — інвестиційного керуючого чи іншої вповноваженої особи;
- печатка інвестиційного фонду (компанії).

Номінальна вартість одного інвестиційного сертифіката має дорівнювати номінальній вартості однієї акції, що належить засновникам.

Інвестиційні фонди, так само як і взаємні фонди інвестиційних компаній, можуть бути **відкритими** чи **закритими**. Особливості операцій відкритих та закритих фондів з інвестиційними сертифікатами показані в табл. 6.2.

Таблиця 6.2

**ОСОБЛИВОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ  
(ВЗАЄМНИХ ФОНДІВ ІНВЕСТИЦІЙНИХ КОМПАНІЙ)  
З ІНВЕСТИЦІЙНИМИ СЕРТИФІКАТАМИ**

Відкриті фонди	Закриті фонди
Мають право здійснювати загальну емісію інвестиційних сертифікатів на суму, розмір якої не повинен перевищувати 15-кратного розміру статутного фонду	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Створюються на невизначений термін і виконують свої зобов'язання щодо викупу інвестиційних сертифікатів у встановлений фондом строк</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Створюються на визначений строк і здійснюють розрахунки по інвестиційних сертифікатах після закінчення строку своєї діяльності</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Учасники придбають інвестиційні сертифікати за власні кошти</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Інвестиційні сертифікати учасники придбають за власні кошти та за приватизаційні папери</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Інвестиційні сертифікати вільному продажу не підлягають</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Інвестиційні сертифікати підлягають вільному продажу</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Інвестиційні сертифікати підлягають викупу не раніше закінчення терміну використання приватизаційних паперів</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Учасникам фонду не гарантується фіксований розмір дивідендів</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Фонд має право на додаткову емісію інвестиційних сертифікатів у 50-кратному розмірі до обсягу прийнятих для розміщення приватизаційних паперів</li> </ul>

Інвестиційний фонд (інвестиційна компанія — у галузі спільних інвестицій) не мають права:

- ◆ випускати облігації та векселі;
- ◆ тримати в своїх активах понад 10 відсотків цінних паперів одного емітента (25 відсотків — за умови придбання їх за приватизаційні папери), та інвестувати понад 5 відсотків своїх активів, крім інвестування в державні цінні папери;
- ◆ тримати в цінних паперах менше ніж 70 відсотків активів;



◆ купувати інвестиційні сертифікати інших інвестиційних фондів (компаній);

◆ займатися представницькою діяльністю з приватизаційними паперами;

◆ брати банківський кредит, крім випадків використання цього кредиту для викупу відкритим фондом своїх інвестиційних сертифікатів;

◆ здійснювати інвестиції в цінні папери, емітентом яких є афілійована особа (тобто та, що володіє не менше ніж 25% інвестиційних сертифікатів, а також інвестиційний керуючий і засновники);

◆ давати майнові гарантії, укладати договори застави;

◆ купувати цінні папери повних та командитних товариств.

На цей час українські інвестиційні фонди (компанії) свою діяльність зосереджують переважно на роботі з приватизаційними паперами. Загальна кількість інвестиційних фондів (компаній), що займаються цією діяльністю, становила на 1 листопада 1996 р. 333 компанії; обсяги залучення і використання ними приватизаційних майнових сертифікатів наведено в табл. 6.3.

Таблиця 6.3

**ОБСЯГИ ЗАЛУЧЕННЯ І ВИКОРИСТАННЯ  
ПРИВАТИЗАЦІЙНИХ МАЙНОВИХ СЕРТИФІКАТІВ  
ФІНАНСОВИМИ ПОСЕРЕДНИКАМИ\***

Вид фінансового посередника	Кількість залучених приватизаційних майнових сертифікатів, шт.	Кількість вкладених приватизаційних майнових сертифікатів, шт.	Процент використання приватизаційних майнових сертифікатів
<b>Інвестиційні фонди і компанії</b>	<b>8 755 248</b>	<b>3 228 162</b>	<b>37</b>
Довірчі товариства	6 755 962	5 135 434	76
Банки	1 023 151	691 854	67
Інші	50 885	32 400	64

**6.2. ПРАВА ЯК ВИДИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

**Види прав**                      **Варант** — цінний папір, що випускається разом з привілейованими акціями чи облігаціями і дає право власнику (протягом встановленого в ньому терміну) на купівлю простих акцій за обумовлену ціну.

\* Бізнес. — 1996. — №43. — С.9.

Володіння варантами дає власнику можливість отримати дохід за рахунок різниці курсів простих та привілейованих акцій і облігацій (за зростання вартості простих акцій).

**Опціон** — цінний папір, що засвідчує право його держателя купити, продати чи відмовитися від угоди по цінних паперах (а також товарах, валюті) за обумовлену опціоном ціну і протягом терміну, що ним передбачений.

Розрізняють **американський опціон**, коли право держателя може бути реалізовано будь-коли протягом опціонного строку, і **європейський опціон**, котрий реалізується лише після настання терміну виконання зобов'язань.

**Ф'ючерс** — цінний папір у вигляді стандартного контракту, що засвідчує право його держателя купити чи продати відповідну кількість фінансових інструментів (цінних паперів, валюти, біржового індексу та ін.) за обумовлену ціну. Ф'ючерсна угода, на відміну від опціону, є обов'язковою для виконання.

До ф'ючерсу трохи подібний **форвардний контракт**. Відмінності між ф'ючерсом та форвардом наведені в табл. 6.4.

Права використовуються переважно для спекуляцій.

Таблиця 6.4

**ОСНОВНІ ВІДМІННОСТІ МІЖ Ф'ЮЧЕРСОМ  
ТА ФОРВАРДОМ [30, с. 41–42]**

Характеристики	Ф'ючерс	Форвард
Сторони угоди	Розрахункова палата — умовний покупець (конкретні партнери в контракті знеособлені)	Два конкретні контрагенти
Права і зобов'язання	Можуть переуступатися	Переуступлення неможливе
Емітент і гарант	Розрахункова палата	Відсутні
Реквізити, час поставки	Стандартизовані	Визначаються сторонами угоди
Ліквідність	Ліквідація у двох формах: поставка чи зворотна угода	«Плата проти поставки»
Спосіб торгівлі	Відкриті торги	Договірна процедура

## Банк BARINGS: Історія і катастрофа

Банкрутство в кінці минулого місяця одного з найстаріших торгових банків Великобританії — *Baring Brothers* (або просто — *Barings*), який є частиною *Baring Group* спричинило паніку на фінансових ринках світу.

*Barings* був організований в Лондоні в 1762 р. Френсісом Берінгом, першим баронетом Англії.

У свій час *Barings* фінансував війська британського уряду, які брали участь у боротьбі проти революційної Франції. Саме через *Barings* була проведена так названа «Луїзіанська угода» в результаті якої в 1803 р. Франція втратила Луїзіану й інші північноамериканські території, а розмір тодішніх Сполучених Штатів майже подвоївся. Саме за рахунок *Barings* британські компанії змогли налагодити торгівлю з Індією та іншими країнами Східної Азії.

Донині *Baring Group* був відомий як шанований в світі і міцний інвестиційний банк з великим досвідом фінансової діяльності та висококваліфікованим штатом.

Крах *Barings*, як вже відомо, спричинили дії генерального директора *Baring Zibures* (підрозділ *Baring Brothers* у Сінгапурі) Ніка Лісона, який зробив ризиковану фінансову операцію, уклавши рекордну кількість ф'ючерських контрактів з розрахунком на позитивну зміну індексу Токійської фондової біржі *Nikkei* — 225. У результаті збитки становили, за останніми даними, 916 млн ф. ст. (\$ 1,5 млрд).

Бізнес Лісона в Сінгапурі зводився, по суті, до найпростішого: він купував ф'ючерські контракти на біржах в Осаці та Сінгапурі і забезпечував прибуток на різниці в цінах. Фактично сталося так, що він вибрав невластиву позицію для ф'ючерських контрактів на суму \$ 27 млрд — індекс *Nikkei* — 225 і прогорів.

Середньозважений індекс *Nikkei* — 225 є основним індексом японського фондового ринку і відображає вартість пакета із 225 акцій. Якщо акції зростають у ціні, то збільшується вартість ф'ючерських контрактів, і навпаки. Власник контракту одержує або виплачує, як у даному випадку, різницю між ціною покупки і реальним значенням фондового індексу на момент закінчення строку контракту.

Такі ф'ючерські контракти достатньо широко використовуються для страхування ризику зміни цін реальних пакетів акцій, а також для спекулятивної гри. Магічним стимулом здійснення такого роду операцій для брокерів є левередж, тобто можливість одержання більш високих прибутків у результаті непропорційної залежності двох факторів, а саме: збільшення доходу або вартості без збільшення капітальних вкладень.

Бізнес. — 1995. — № 12.

## Права в Україні

Нині питання існування в Україні прав, як видів цінних паперів, законодавчо не врегульоване\*. Але піонери фондового ринку активно впроваджують у практику торгів ці інструменти.

### На ринок ЦП виходять нові фінансові інструменти

Брокерсько-дилерська фірма «Комекс-брок» спільно з ірландською фірмою «Starcliff investments limited» випустили в обіг новий вид цінних паперів (декортований конверсійний опціонний контракт з дисконтом) номіналом 1 млн крб., 6 млн крб., 13 млн крб., 70 млн крб. зі строком дії 1 рік. З погляду потенційного власника сертифіката, дохідність цього паперу буде складатися з двох компонентів: виплати річних (від 900% до 1300%) і номіналу сертифіката.

Однак привабливість опціонного контракту полягає не лише в солідному і постійному доході. На момент погашення сертифікату клієнт має право на належну йому суму придбати у «Комекса» будь-які акції або інші цінні папери, що котируються на Нью-Йоркській або Українській фондових біржах. Гарантом сертифіката в цьому випадку є «Starcliff investments limited». На бажання власника контракт може погашатися раніше встановленого строку з виплатою опціонної премії, передбаченої для такої ситуації.

Декортовані опціонні контракти, що пропонує «Комекс», дають клієнтам право на придбання будь-яких акцій, що котируються на Нью-Йоркській фондовій біржі. Термін «декорт» означає пільги у поставках товару (в даному разі — цінних паперів) за дострокової оплати. Придбавши опціон на покупку (CALL OPTION) клієнт може будь-коли повернути його назад, одержавши назад або свої гроші або опціон на продаж (PUT OPTION).

«Комекс-брок», виступаючи дилером філадельфійської фірми «Advanced Financial Services, Inc» (AFS) здійснює торгівлю опціонами на базі Агентської угоди. Згідно з підписаною угодою філадельфійський партнер є гарантом, що підтверджує контракт відповідною кількістю цінних паперів того емітента, опціон на які був придбаний. «Комекс» здійснює виконання контракту і виплату опціонної премії. Усі розрахунки по опціонах здійснюються в карбованцях. Ціна опціонних контрактів складається з курсової вартості акцій на Нью-Йоркській фондовій біржі і 15-тивідсоткового завищення ціни (комісійні і ризик раптового зростання вартості акцій). Надалі «Комекс» передбачає знизити вартість своїх комісійних приблизно у 3 рази.

Финансовая Украина. — 1994. — 30 берез.

\* Визначені лише поняття «форвардна операція», «ф'ючерсна операція», «операція з опціоном» [4].

### 6.3. СУРОГАТИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

**Сурогати цінних паперів** — це фінансові інструменти, що мають вигляд цінних паперів, але законодавством такими не визнані.

**Свідоцтва про депопування акцій** — з'явилися на українському ринку у 1993–1994 рр., як своєрідні замітники акцій російських підприємств. Мета цих свідоцтв — обійти законодавчо встановлені в Росії вимоги щодо емісії іменних акцій — депозитні свідоцтва дозволяли знеосіблювати акції і продавати їх на українському ринку. Власники таких свідоцтв мають проблему отримання дивідендів, за якими треба їхати до іншої країни.

**Білет**, що дають право на володіння часткою акції. Найбільш відомі — білети МММ. На український ринок потрапила лише невелика їх кількість — перешкодив цьому фінансовий скандал з мільйонами ошуканих російських вкладників.

**Житлові сертифікати** — боргові зобов'язання фірм, що спеціалізуються на операціях з нерухомістю або будівництві житла.

#### **Житлові програми: усе гаразд, красна моя маркізо**

*Мабуть, найпопулярнішою у населення була житлова програма Київської Академії Євробізнесу (КАЄ), що недавно досить скандально припинила своє існування.*

*Клієнт мав купувати житлові сертифікати номінальною вартістю \$50, які дають право на одержання 1 кв. м житлової площі. При цьому для одержання однокімнатної квартири необхідно купити 35 сертифікатів, двокімнатної — 55, трикімнатної — 75. Житлова політика КАЄ на тлі недовговічних програм-конкурентів («Меркурій-інвест», «Омета-інвест» та ін.) здавалася досить надійною — програма трималась понад три роки.*

*Спочатку КАЄ намагалась інвестувати в житлове будівництво, запропонувавши столичній владі побудувати в місті мікрорайон площею 300 000 кв. м. Умови КАЄ Київраду не влаштували. Після цього фірма інвестувала кошти вкладників у видавничий бізнес, профінансувавши випуск 19 томів літературної серії «Академія» і 16 періодичних видань.*

*Щоб виконати свої зобов'язання перед вкладниками, КАЄ потрібно було «обертати» їхні гроші з величезною швидкістю. Адже згідно з угодами про кредит загальна вартість однокімнатної квартири становила \$3563, двокімнатної \$5047, трикімнатної — \$9345. Зрозуміло, що за такими розцінками такі квартири купити проблематично. Тим більше, що «бізнес» треба зробити ще й рентабельним. Керівництво фірми знайшло вихід. КАЄ була проведена широкомасштабна дезінформація населення про те, що нібито 118 квартир вже видані вкладникам, після чого, одержавши це пару сотень тисяч доларів від приватних інвесторів, керівництво фірми зникло. За різними оцінками, керівництво фірми «нагріло» вкладників на суму від 2 до 15 млн доларів. Важко зараз гадати, чи одержав хтось із вкладників КАЄ житло, але сміливо можна стверджувати, що переважна їх більшість стали жертвами чергової трастової піраміди.*

Фінансова Україна. — 1995. — 26 груд.

Боргові папери, що їх випускають небанківські фінансові установи — «процентний вексель», «сертифікат вкладника», «інвестиційний валютний контракт», тощо.

### Реквієм «Алегро»

На базі концерну «Алегро», що займався продажем усього, починаючи від різних побутових дрібниць і закінчуючи радіоелектронною апаратурою і оргтехнікою, було створено для проведення фінансових операцій два дочірні підприємства — Депозит-1 і Депозит-2.

Діючи за принципом «що не заборонено — те дозволено», вищеназвані «депозити» почали залучати грошові кошти під відсоткові векселі. Замість авалю і акцепту використовувалась «алегрівська» «нова бізнес-ідея» — страхування внесених грошей. Повернення внеску гарантувала страхова компанія «Торі».

Крім внесків, були випущені «сертифікати вкладника» і «інвестиційний валютний контракт», що не підлягали вільному обігу. На два останні зобов'язання нараховувався залежно від розмірів і строків внеску відповідний відсоток.

Слід зауважити, що інвестиційний валютний контракт не є ЦП, а сертифікат (тільки не вкладника, а оцядний) згідно з українським законодавством — це письмове підтвердження банку про депонування грошових коштів. У складі концерну банку не було. А перейменування «оцядного» на «сертифікат вкладника» дозволило «депозитам» обійти Закон і ухилитися від рутинної реєстрації своїх «цінних» паперів у фінансових органах. Ясна річ, що коли вже «Алегро» хотіло залучити для розвитку кошти, слід було, керуючись Законом України «Про цінні папери та фондову біржу», зареєструвати випуск облігацій.

10.08.1992 р. постановою Кабінету Міністрів України і Національного банку України № 528 були затверджені «Правила виготовлення та використання вексельних бланків», які регламентують форму, розміри, спосіб друку і колір для виготовлення бланків векселів. Цими ж правилами встановлений порядок використання вексельних бланків, який полягає у тому, що «векселі можуть видаватися тільки для сплати за поставлену продукцію, виконані роботи та надані послуги, за винятком векселів Мінфіну, Національного банку і комерційних банків України».

Ця постанова й позбавила концерн ґрунту під ногами. Не будучи комерційним банком, а тим більше Мінфіном, «Алегро» волею Кабінету Міністрів і Нацбанку порушило «Правила виготовлення і використання вексельних бланків».

Знадобилося термінове вилучення крамольних паперів. Не знайшовши жодного іншого способу для цього, крім оголошення про термінове погашення своїх боргів, «Алегро» само собі зіграло реквієм.

Запанікували власники цінних паперів дружно понесли в «депозити» векселі, валютні контракти і сертифікати вкладника. Але там на них чекала замість сподіваних грошей ініца «присмна» несподіванка. Не витримавши масового тиску вкладників, РТК «Алегро» оголосив про заміну вищеназваних документів на акції АО «ТІК Алегро Холдинг інвест», які на відміну від попередньо розміщених, не мали номера. При обміні номер проставлявся від руки. Такі «ЦП» не купував уже жодний торговець.

Бізнес. — 1995. — № 12.

ЧАСТИНА III  
**ОЦІНКА ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

---

РОЗДІЛ 7

**ФІНАНСОВІ РОЗРАХУНКИ  
ПО ЦІННИХ ПАПЕРАХ**

РОЗДІЛ 8

**ОЦІНКА АКЦІЙ (ПАКЕТІВ АКЦІЙ)  
УКРАЇНСЬКИХ ПІДПРИЄМСТВ**

## РОЗДІЛ 7

### ФІНАНСОВІ РОЗРАХУНКИ ПО ЦІННИХ ПАПЕРАХ

**Ключові поняття і терміни:** рейтингова оцінка емітентів; біржові індекси; показники і рейтингові оцінки акцій та облігацій; розрахункова вартість боргових цінних паперів, акцій та похідних цінних паперів; модель оцінки капітальних активів.

#### 7.1. ОЦІНКА ЕМІТЕНТІВ ТА БІРЖОВИХ ІНДЕКСІВ

##### Рейтингові оцінки компаній

Аналітики фондового ринку постійно відстежують фінансовий стан, оцінюють різноманітні аспекти господарської діяльності і намагаються прогнозувати перспективи розвитку емітентів. Підсумком їх роботи є інтегральні показники — **рейтинги, тобто оцінки за класом, рангом чи категорією тієї чи іншої фірми, а також емітованих нею цінних паперів.**

Значний іноземний досвід дозволяє виокремити, як мінімум, **два підходи до рейтингової оцінки**, що базуються переважно на кількісних чи переважно на якісних показниках.

Згідно з **першим** оцінюють рейтинги тисячі найбільших компаній світу, що публікуються журналом «Бізнес вік», та п'ятисот компаній Європи, що друкуються у газеті «Файненшл таймс». Головним показником при обчисленні рейтингів є капіталізація компаній, тобто сумарна ринкова вартість емітованих фірмою акцій. Крім того, враховуються деякі інші характеристики, які можна розділити за такими ознаками:

- результативні показники ⇒ розмір обороту чи обсягу продажу, вартість активів тощо;
- різницеві критерії ⇒ прибуток, власний капітал;
- відносні показники ⇒ рентабельність основних та оборотних активів, ефективність інвестицій, прибутковість акціонерного капіталу тощо;
- показники, що характеризують акції, ⇒ дивіденд, коефіцієнт ціна-дохід, балансова вартість акції тощо;
- порівняльні критерії, ⇒ які характеризують відсоток зростання (приросту) різних параметрів.

**Другий** підхід використовується у рейтинговій оцінці журналів «Форчун» та «Економіст». Оцінка здійснюється провідними бізнесменами та спеціалістами в галузі економіки, фінансів і управління в балах за такими критеріями (журнал «Форчун»):

- якість управління;
- якість товарів (послуг) підприємства;
- фінансовий стан;
- використання ресурсів;



- уміння залучати талановитих людей, сприяти їх професійному розвитку та закріпленню на фірмі;
- довгострокові капіталовкладення;
- здатність до інновацій;
- відповідальність перед суспільством та природою.

Американські спеціалісти вважають, що найбільш вагомими критеріями оцінки — це якість товарів (послуг), а також соціальна та екологічна відповідальність компанії.

**Біржові індекси** Для аналізу та оцінки організаційно оформленого ринку цінних паперів використовуються показники індексного характеру — так звані **біржові індекси, що характеризують стан фондового ринку на основі біржових цін і показують тенденцію курсів цінних паперів.**

Характеристики біржових індексів наведено в табл. 7.1.

Біржові індекси є об'єктом ринкової торгівлі — за ними укладають ф'ючерсні контракти, продають та купують опціони.

В Україні індекси розраховуються та друкуються газетою «Фінансова Україна». Вони визначаються як середньгеометричне від тижневих індексів акцій («L» та «S» — індекси, що характеризують відповідно курси купівлі і продажу) та інвестиційних сертифікатів (аналогічно «IL» та «IS» — індекси). Кількість цінних паперів, що входять у базу індексів, обмежена, оскільки існує обмежена кількість ліквідних фондових цінностей. Така обставина поки що не дає змоги використовувати ці індекси для узагальнюючої оцінки українського ринку цінних паперів.

*Таблиця 7.1*

#### ХАРАКТЕРИСТИКИ БІРЖОВИХ ІНДЕКСІВ

Класифікаційні ознаки	Види біржових індексів
Вид ринку, що оцінюється	<ul style="list-style-type: none"> <li>• інтернаціональні індекси, що характеризують стан світового ринку;</li> <li>• національні індекси — охоплюють показники фондового ринку окремої країни;</li> <li>• секторні індекси — характеризують стан ринків на окремих біржах;</li> <li>• галузеві індекси — використовуються для оцінки по галузях народного господарства</li> </ul>
Вид цінних паперів, що оцінюються	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Індекси акцій;</li> <li>• індекси облігацій</li> </ul>
Спосіб розрахунку індексів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Темп зміни середньоарифметичної ціни;</li> <li>• темп зміни середньої зваженої ціни;</li> <li>• середньоарифметичний темп зміни цін;</li> <li>• середньгеометричний темп зміни цін</li> </ul>

## 7.2. ПОКАЗНИКИ АКЦІЙ І ОБЛІГАЦІЙ

### Типи і основні показники акцій

У зарубіжній практиці оцінки якостей акцій виокремлюють акції таких типів:

◆ **Акції з «блакитними корінцями»** — випускають лідери галузі. Дивіденди на такі акції стабільні, а інвестиції в них безпечні і приваблюють консервативних інвесторів, що побоюються ризиків.

◆ **Дохідні акції** — акції компаній, продукція яких завжди користується попитом, оскільки задовольняє життєві потреби людей (наприклад, комунальні підприємства). Дивіденди на них перевищують середній рівень; вартість акцій постійно зростає.

◆ **Акції зростання** — емітують їх високоприбуткові корпорації, що намагаються вести НДДКР, вкладати кошти в розвиток виробництва та розширення ринків збуту. Вони дають низькі поточні дивіденди, оскільки більша частка прибутку спрямовується на інвестиції; інвестори сподіваються на майбутнє зростання вартості акцій і дивідендів.

◆ **Циклічні акції** — характеризуються особливою чутливістю до стадій відтворювального циклу чи зв'язані з сезонним характером виробництва (збуту) підприємства. Дивіденди, як і вартість цих акцій, коливаються відповідно до ритму ділової активності. Інвесторів приваблює можливість отримання доходу за рахунок купівлі акцій у період спаду і продажу в період зростання.

◆ **Захищені акції** — випускають корпорації, що є відносно стійкими до коливань ринкової кон'юнктури. Акції приносять стабільні дивіденди, їх вартість зростає.

◆ **Спекулятивні акції** — емітуються компаніями нових галузей виробництва, або новостворюваними корпораціями інших галузей. Мають високий дивідендний потенціал та добрі перспективи зростання курсової вартості. Але є дуже ризиковими через невизначеність результатів майбутньої конкуренції.

Властивості акцій окремих корпорацій оцінюються за допомогою системи показників (рис.7.1).

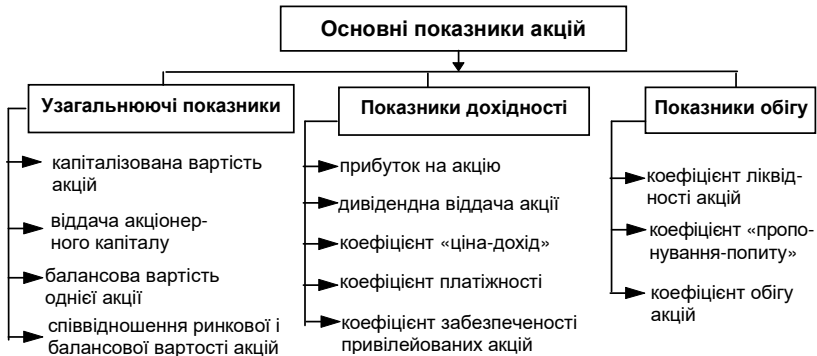


Рис.7.1. Основні показники акцій

● **Капіталізована вартість акцій** — визначає ринкову вартість акцій акціонерного товариства:

$$K_{B.A.} = Q \cdot A_p,$$

де  $K_{B.A.}$  — капіталізована вартість акцій;  $Q$  — кількість емітованих акцій;  $A_p$  — ринкова вартість акцій.

● **Віддача акціонерного капіталу** — показує темп зростання вкладеного акціонерами капіталу:

$$B_{A.K.} = \frac{\Pi - \Pi_p}{K_A} \quad \text{чи} \quad B_{A.K.} = \frac{\Pi - \Pi_p}{K_{B.A.}},$$

де  $B_{A.K.}$  — віддача акціонерного капіталу;  $\Pi$  — сума чистого прибутку;  $\Pi_p$  — відсотки за користування позиковими коштами;  $K_A$  — балансова вартість акціонерного капіталу;  $K_{B.A.}$  — капіталізована вартість акцій.

● **Балансова вартість однієї акції** — є бухгалтерським підтвердженням забезпеченості кожної емітованої акції капіталом акціонерного товариства:

$$A_6 = \frac{K_A + P}{Q},$$

де  $A_6$  — балансова вартість однієї акції;  $K_A$  — балансова вартість акціонерного капіталу;  $P$  — розмір страхового (резервного) фонду;  $Q$  — кількість емітованих акцій.

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

$$C_a = A_p / A_6,$$

де  $C_a$  — співвідношення ринкової і балансової вартості акцій;  $A_p$  — ринкова вартість акції;  $A_6$  — балансова вартість акції.

● **Прибуток на акцію** — уможливило оцінку розміру доходів, що спрямовуються на споживання і нагромадження і припадають на одну акцію:

$$\Pi_A = \frac{\Pi - \Pi_p}{Q},$$

де  $\Pi_A$  — прибуток на акцію;  $\Pi$  — сума чистого прибутку;  $\Pi_p$  — відсотки за користування позиковими коштами;  $Q$  — кількість емітованих акцій.

● **Дивідендна віддача акції** — показує розмір доходу, що спрямовується на поточне споживання акціонерів, у відношенні до ринкової вартості акції:

$$D_A = \frac{D}{A_p},$$

де  $D_A$  — дивідендна віддача акції;  $D$  — розмір нарахованого дивіденду;  $A_p$  — ринкова вартість акції.

● **Коефіцієнт «ціна-дохід»** — характеризує зв'язок між ринковою вартістю акції і доходом, що вона приносить. При зіставленні цього показника по акціях ряду підприємств найбільш інвестиційно привабливими є ті, коефіцієнт по яких найменший:

$$k_{ц/д} = \frac{A_p}{\Pi_A},$$

де  $k_{ц/д}$  — коефіцієнт «ціна-дохід»;  $A_p$  — ринкова вартість акції;  $\Pi_A$  — прибуток на акцію.

● **Коефіцієнт платіжності** — свідчить, яка частка прибутку спрямовується на виплату дивідендів:

$$k_{пл} = \frac{D}{\Pi_A},$$

де  $k_{пл}$  — коефіцієнт платіжності;  $D$  — розмір нарахованого дивіденду;  $\Pi_A$  — прибуток на акцію.

● **Коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій** — дозволяє оцінити забезпеченість привілейованих акцій чистими активами емітента і таким чином визначити ступінь захищеності капіталу інвестора:

$$k_z = \frac{r_{AK}}{Q_{пр}},$$

де  $k_z$  — коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій;  $r_{AK}$  — чисті активи акціонерного товариства;  $Q_{пр}$  — кількість емітованих привілейованих акцій.

● **Коефіцієнт ліквідності акцій** — характеризує можливість продажу акцій конкретного емітента:

$$k_{л} = \frac{V_{проп}}{V_{прод}},$$

де  $k_{л}$  — коефіцієнт ліквідності акцій;  $V_{проп}$  — загальний обсяг пропонування акцій;  $V_{прод}$  — реальний обсяг продажу акцій.

● **Коефіцієнт «пропонування-попит»** — свідчить про співвідношення цін пропонування та попиту:

$$k_{n/n} = \frac{Ц_{\text{проп}}}{Ц_{\text{поп}}},$$

де  $k_{n/n}$  — коефіцієнт «пропонування-попит»;  $Ц_{\text{проп}}$  — ціна пропонування акцій;  $Ц_{\text{поп}}$  — ціна попиту на акції.

● **Коефіцієнт обігу акцій** — дає змогу визначити обсяг обігу акцій конкретного емітента і є різновидом показників ліквідності:

$$k_{\text{ОБ}} = \frac{V_{\text{прод}}}{K_{\text{В.А.}}},$$

де  $k_{\text{ОБ}}$  — коефіцієнт обігу акцій;  $V_{\text{прод}}$  — реальний обсяг продажу акцій;  $K_{\text{В.А.}}$  — капіталізована вартість акцій.

**Рейтингові оцінки акцій** Рейтингові оцінки акцій широко використовуються в країнах з розвиненими фондовими ринками. Довіра до рейтингів провідних консалтингових фірм настільки велика, що віднесення цінних паперів до того чи іншого класу само по собі може впливати на їх вартість.

У таблицях 7.2, 7.3 наведено рейтингові оцінки простих та привілейованих акцій провідних консалтингових фірм.

Таблиця 7.2

**РЕЙТИНГОВА ОЦІНКА ПРОСТИХ АКЦІЙ**  
(«СТАНДАРТ ЕНД ПУРС») [ 21, с.188]

Індекс оцінки	Значення індексу
<b>A+</b>	найвища якість
<b>A</b>	висока якість
<b>A-</b>	якість вища за середню
<b>B+</b>	середня якість
<b>B</b>	якість нижча за середню
<b>B-</b>	низька якість
<b>C-</b>	дуже низька якість

**РЕЙТИНГОВА ОЦІНКА ПРИВІЛЕЙОВАНИХ АКЦІЙ**  
 («КАНАДІАН БОНД РЕЙТИНГ СЕРВІС») [20, с. 113]

Індекс оцінки	Значення індексу
<b>P+</b> ⇒	найвища якість (привілеї захищені надійними гарантами чи забезпечені високоліквідними активами);
<b>P1</b> ⇒	висока якість (корпорація має високу платоспроможність, активи високоліквідні);
<b>P2</b> ⇒	дуже добра якість (доходи компанії та її активи надійні);
<b>P3</b> ⇒	добра якість (привілеї захищені, але схильні до зниження якостей за економічних ускладнень);
<b>P4</b> ⇒	помірна якість (існують фактори, що можуть вплинути на спроможність корпорації виплачувати дивіденди);
<b>P5</b> ⇒	низька якість (акції є спекулятивними; нема впевненості, що компанія виплатить дивіденди).

**Показники  
і рейтингова  
оцінка облігацій**

та її ринкової вартості:

Для характеристики якостей облігацій використовуються такі показники:

● **Прямий дохід на облігацію** — визначає залежність доходу на облігацію від норми відсотка

$$D_o = \frac{N_{пр} O_n}{O_p},$$

де  $D_o$  — прямий дохід на облігацію;  $N_{пр}$  — норма відсотка;  $O_n$  — номінальна вартість облігації;  $O_p$  — ринкова вартість облігації.

● **Ціна конверсії** — ціна, за яку облігація може бути конвертована в акцію.

● **Конверсійна премія** — характеризує вигоди (збитки) інвестора за конвертації облігацій в акції:

$$п.к. = A_{р.к.} - O_k,$$

де п.к. — конверсійна премія;  $A_{р.к.}$  — ринкова вартість акції на момент випуску конвертованої облігації;  $O_k$  — ціна конверсії.

● **Коефіцієнт конверсії** — показує кількість акцій, що отримані в обмін на конвертовану облигацію:

$$k_k = \frac{O_{н.к.}}{O_k},$$

де  $k_k$  — коефіцієнт конверсії;  $O_{н.к.}$  — номінальна вартість конвертованої облигації;  $O_k$  — ціна конверсії.

Приклад рейтингової оцінки облигацій наведено в табл.7.4.

Таблиця 7.4

**РЕЙТИНГОВА ОЦІНКА ОБЛИГАЦІЙ**  
(«КАНАДІАН БОНД РЕЙТИНГ СЕРВІС») [20, с.91–92]

Індекс оцінки	Значення індексу
<b>A++</b> ⇒	найвища якість (ці облигації емітовані потужними національними чи транснаціональними компаніями, які визнані лідерами у своїх галузях; мають бездоганну історію виконання зобов'язань перед кредиторами);
<b>A+</b> ⇒	дуже добра якість (такі самі, як облигації <b>A++</b> , але мають дещо нижче відношення активів до боргу);
<b>A</b> ⇒	добра якість (облигації мають позитивні характеристики, але є уразливими за коливань ринкової кон'юнктури);
<b>B++</b> ⇒	середня якість (облигації є захищеними на момент оцінки, але майбутнє становище емітента не можна впевнено прогнозувати);
<b>B+</b> ⇒	якість нижча за середню (покриття боргу активами є недостатнім);
<b>B</b> ⇒	погана якість (покриття боргу нижче за мінімальний рівень, нема впевненості, що покриття поліпшиться);
<b>C</b> ⇒	спекулятивні види облигацій (емітент — молода компанія, нема впевненості в її майбутньому);
<b>D</b> ⇒	виплату відсотків припинено, компанія може перебувати в процесі ліквідації;
<b>S</b> ⇒	рейтинг вилучено

**7.3. ОЦІНКА ВАРТОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

**Вартість** цінних паперів формується під впливом найрізноманітніших факторів (див.1.4). **Оцінка вартості за допомогою фінансових розрахунків уможлиблює визначення лише прогнозної дохідності цінних паперів, приведеної до поточної вартості грошей.** Оскільки при цьому враховуються не всі фактори, що діють на фондовому ринку, остільки розрахункова вартість цінних паперів може не збігатися з їх ринковою вартістю.

**Розрахункова вартість боргових цінних паперів** Можливі три варіанти виплати доходів на боргові цінні папери:  
 — дохід сплачується як різниця між цінами придбання і погашення;  
 — дохід сплачується періодично, а сума боргу погашається наприкінці обумовленого терміну;  
 — дохід, а також сума боргу сплачуються наприкінці обумовленого терміну.

♦ **Вартість боргових цінних паперів, дохід на які сплачується як різниця між цінами придбання і погашення, обчислюється за формулою:**

$$B_n = \frac{H}{(1+g)^n},$$

де  $B_n$  — розрахункова вартість цінних паперів, дохід на які сплачується як різниця між цінами придбання і погашення;  $H$  — номінальна вартість конкретного цінного паперу;  $g$  — рівень дохідності по конкретному виду цінних паперів;  $n$  — термін, що лишився до погашення.

♦ **Вартість боргових цінних паперів, дохід на які сплачується періодично, а сума боргу погашається наприкінці обумовленого терміну, розраховується у такий спосіб:**

$$B_{пер} = \frac{P_p}{1+g} + \frac{P_p}{(1+g)^2} + \dots + \frac{P_p}{(1+g)^n} + \frac{H}{(1+g)^n},$$

де  $B_{пер}$  — розрахункова вартість боргових цінних паперів, дохід на які сплачується періодично, а сума боргу погашається наприкінці обумовленого терміну;  $P_p$  — абсолютний розмір відсотка.

♦ **Вартість боргових цінних паперів, дохід і борг на які сплачується наприкінці обумовленого терміну, визначається за:**

$$B_T = \frac{H + \sum^n P_p}{(1+g)^n},$$

де  $B_T$  — розрахункова вартість боргових цінних паперів, дохід і борги, на які сплачується наприкінці обумовленого терміну.

♦ **Вартість конвертованої облигації обчислюється як добуток ринкової вартості акцій та коефіцієнта конверсії:**



$$V_{\text{о.к.}} = A_p k_k,$$

де:  $V_{\text{о.к.}}$  — розрахункова вартість конвертованої облигації;  $A_p$  — поточна ринкова вартість акції;  $k_k$  — коефіцієнт конверсії.

**Розрахункова вартість акцій**

Розрахункова вартість акцій обчислюється залежно від способів виплати дивідендів для випадків, коли:

- дивіденди постійні;
- дивіденди постійно зростають;
- розмір дивідендів змінюється по періодах.

◆ **Вартість акцій з постійними дивідендами** обчислюється за формулою:

$$A_{\text{пост}} = \frac{D}{g},$$

де  $A_{\text{пост}}$  — розрахункова вартість акції з постійними дивідендами (привілейовані акції);  $D$  — дивіденд;  $g$  — рівень доходності акції даного типу.

◆ **Вартість акцій, дивіденди на які постійно зростають**, розраховується за моделлю М. Дж. Гордона:

$$A_{\text{пост.зрост}} = \frac{D_0(1+t_D)}{g-t_D}, \quad \text{або} \quad \frac{D_1}{g-t_D},$$

де  $A_{\text{пост.зрост}}$  — розрахункова вартість акцій з дивідендами, що постійно зростають;  $D_0$  — останній виплачений дивіденд;  $D_1$  — дивіденд, що очікується у наступному році;  $t_D$  — темп зростання дивіденду.

◆ **Вартість акцій, розмір дивідендів на які змінюється по періодах**, обчислюється так:

$$A_{\text{з.мін}} = \frac{D_1}{1+g} + \frac{D_2}{(1+g)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+g)^n},$$

де  $A_{\text{з.мін}}$  — розрахункова вартість акцій, розмір дивідендів на які змінюється;  $D_1 \dots D_n$  — дивіденди по роках прогнозу;  $n$  — кількість років прогнозу.

**Розрахункова вартість похідних цінних паперів**

**Вартість інвестиційного сертифіката** визначається виходячи з доходів від фондових цінностей, в які вкладає кошти інвестиційний фонд, витрату і витрат від операцій інвестиційного фонду на ринку цінних паперів:

$$V_{\text{i.c.}} = f(D, V, Z),$$

де  $V_{i.c.}$  — розрахункова вартість інвестиційного сертифіката;  $f$  — функціональна залежність;  $D$  — дивіденди та проценти, що припадають на один інвестиційний сертифікат;  $V$  — виторг інвестиційного фонду від операцій з цінними паперами у розрахунку на один інвестиційний сертифікат;  $Z$  — витрати інвестиційного фонду на управління портфелем цінних паперів у розрахунку на один інвестиційний сертифікат.

**Вартість варанта** залежить від кількості акцій, на яку обмінюється варант, а також від поточної ринкової вартості акції та визначеної для варанта ціни акції:

$$V_{\text{вар}} = (A_p - A_{\text{вар}}) Q_{\text{вар}},$$

де  $V_{\text{вар}}$  — розрахункова вартість варанта;  $A_p$  — поточна ринкова вартість акції;  $A_{\text{вар}}$  — ціна акції, що визначив емітент для варанта;  $Q_{\text{вар}}$  — кількість акцій, які обмінюються на варант.

**Вартість опціону** визначається, виходячи з оцінки дії таких чинників: дивіденди на акцію; співвідношення поточної ринкової вартості акції з ціною акції, визначеної в опціоні; термін дії опціону; безпечна відсоткова ставка; ступінь ризику:

$$V_{\text{опц.}} = f(D, C_{\text{опц.}}, n_{\text{опц.}}, r, R),$$

де  $V_{\text{опц.}}$  — розрахункова вартість опціону;  $D$  — дивіденди на акцію;  $C_{\text{опц.}}$  — співвідношення поточної ринкової вартості акції з ціною акції, визначеної у опціоні;  $n_{\text{опц.}}$  — термін дії опціону;  $r$  — безпечна відсоткова ставка;  $R$  — ступінь ризику як стандартне відхилення.

**Модель оцінки капітальних активів** визначає взаємозв'язок між ступенем ризику та рівнем дохідності цінних паперів. Вона виходить з того, що більшому ризику відповідає більший рівень дохідності й описує залежність, згідно з якою рівень дохідності конкретного цінного паперу дорівнює безризиковій (безпечній) ставці, що коригується на премії за ризику по конкретному фондовому інструменту:

$$g = r + \beta (K_m - r),$$

де  $g$  — рівень дохідності конкретного виду цінних паперів;  $r$  — безризикова (безпечна) ставка дохідності;  $\beta$  — коефіцієнт, що порівнює дохідність конкретного цінного паперу з загальною дохідністю фондового ринку;  $K_m$  — рівень дохідності фондового ринку.

Для вимірювання безризикової ставки дохідності використовуються державні цінні папери США, а рівень дохідності фондового ринку визначається за допомогою відповідних біржових індексів.

В українській практиці оцінки дохідності конкретного виду цінних паперів використовується **кумулятивний метод**:

$$g = r_{den} + \sum \rho ,$$

де  $g$  — рівень дохідності конкретного виду цінних паперів;  $r_{den}$  — безризикова (безпечна) ставка дохідності, визначена як середня за довгостроковими валютними депозитами провідних українських банків;  $\sum \rho$  — премії за всі види ризиків, що притаманні конкретному емітенту.

Такий підхід зв'язаний з тим, що, по-перше, державні цінні папери не відповідають «золотому» правилу інвестування, оскільки уряд, намагаючись покрити дефіцит держбюджету, забезпечує занадто високу дохідність облігацій внутрішньої державної позики; по-друге, відсутність повноцінних біржових індексів унеможливорює використання в розрахунках коефіцієнта  $\rho$ .

## РОЗДІЛ 8

# ОЦІНКА АКЦІЙ (ПАКЕТІВ АКЦІЙ) УКРАЇНСЬКИХ ПІДПРИЄМСТВ

**Ключові поняття та терміни:** інвестиційна привабливість; показники: прибутковості, віддачі активів, левереджу, оцінка підприємств; галузеві характеристики акцій; життєвий цикл акцій; рейтинг акцій.

### 8.1. ОСНОВНІ ПРИНЦИПИ ОЦІНКИ АКЦІЙ

В Україні, на жаль, неможливо користуватися загальновідомими методами оцінки акцій (пакетів акцій), оскільки нині ринок цінних паперів в Україні лише зароджується.

Оцінка акцій, як правило, базується на аналізі та прогнозуванні **інвестиційної привабливості підприємства**, що включає:

- аналіз ринку підприємства (галузі);
- аналіз господарської діяльності підприємства;
- прогноз майбутньої кон'юнктури ринку і місця підприємства на ньому (у галузі).

**Під інвестиційною привабливістю розуміють відповідність підприємства основним цілям інвесторів, що полягають:**

- ◆ у прибутковості;
- ◆ безпечності;
- ◆ ліквідності інвестицій.

Хоч інвестиційна привабливість підприємства є основою для аналізу та прогнозування, для оцінки акцій (пакетів акцій) використовуються також і суто **специфічні методи**.

**Логіку оцінки акцій (пакетів акцій)** відображено в табл. 8.1.

## ЛОГІКА ОЦІНКИ АКЦІЙ (ПАКЕТІВ АКЦІЙ)

Предмет оцінки	Зміст і основні цілі оцінки
Інвестиційна привабливість ринку підприємства (галузі)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Аналіз ринку (галузі) з метою оцінки зовнішніх факторів, що формують ринкову (галузеву) прибутковість, безпечність і ліквідність інвестицій</li> <li>• Оцінка місця підприємства на ринку (у галузі)</li> </ul>
Господарська діяльність підприємства	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Кількісний та якісний аналіз ресурсів, що використовуються підприємством, процесів трансформації ресурсів (технології та організації), кінцевих результатів діяльності підприємства як внутрішніх факторів, що впливають на прибутковість і ліквідність активів підприємства, безпечність інвестування у підприємство</li> </ul>
Прогноз діяльності підприємства	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Прогноз майбутньої кон'юнктури ринку, оцінка майбутнього місця підприємства на ринку (у галузі) з метою визначення майбутньої прибутковості, безпечності і ліквідності інвестицій у підприємство</li> </ul>
Оцінка пакета акцій	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Оцінка ризиків по акціях (пакетах акцій), галузевих особливостей акцій, якісних характеристик акцій підприємства на основі визначення їх прибутковості, ризикованості і ліквідності з метою якісної та вартісної оцінки пакета акцій підприємства</li> </ul>

## 8.2. ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ РИНКУ ПІДПРИЄМСТВА (ГАЛУЗІ)

Інвестиційна привабливість ринку підприємства (галузі) оцінюється на основі аналізу:

- ◆ правових особливостей функціонування ринку;
- ◆ інфраструктури;
- ◆ обсягів продажу;

- ◆ конкуренції;
- ◆ зовнішнього середовища господарювання підприємства.

Основні напрями і послідовність проведення аналізу інвестиційної привабливості ринку підприємства показано на рис.8.1.

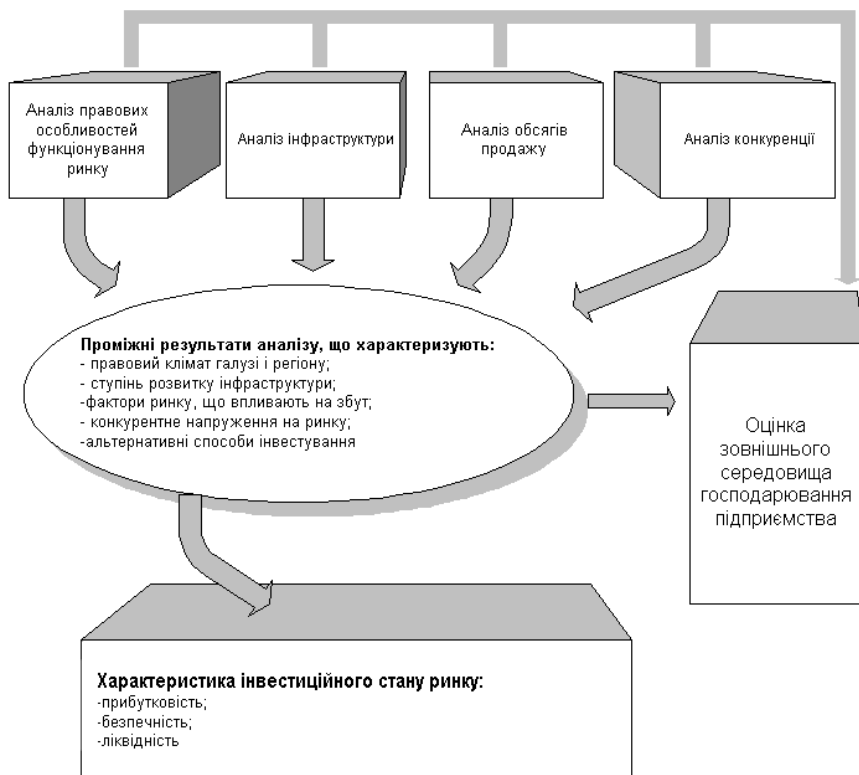


Рис. 8.1. Основні напрями і послідовність аналізу інвестиційної привабливості ринку підприємства (галузі).

### Правові особливості функціонування ринку

Аналіз досліджує особливості правового регулювання певного ринку:

- ① на галузевому рівні;
- ② на регіональному рівні.

На галузевому рівні аналізуються:

- правові вимоги щодо господарської діяльності;
- державне ліцензування діяльності та державні обмеження на зовнішню економічну діяльність;
- державне регулювання цін, тарифів;
- пряма державна підтримка підприємств галузі;

- рівень загальнодержавних податків та інших обов'язкових платежів;
- антимонопольні вимоги держави;
- екологічні вимоги держави.

На **регіональному рівні** аналіз охоплює:

- режим використання території та місцевої інфраструктури;
- місцеві податки і збори;
- місцеві умови й обмеження щодо господарської діяльності.

**Результат аналізу:**

⇒ оцінка правового клімату в галузі та в регіоні.

### **Інфраструктура**

Інфраструктура аналізується:

- ① — у цілому по регіону;
- ② — за місцем знаходження підприємства з погляду можливостей використання його переваг.

**Інфраструктура регіону** характеризується:

- кількістю залізниць та автомобільних шляхів з твердим покриттям;
- наявністю й ефективністю мереж зв'язку;
- станом каналів збуту тощо.

**За місцем знаходження підприємства** вивчаються:

- площа земельних ділянок;
- географічні особливості (віддаленість від споживачів, постачальників, наявність залізниць, автошляхів, аеропортів, об'єктів водопостачання, енергозабезпечення тощо);
- екологічний вплив виробництва на довкілля, і навпаки;
- можливості утилізації побічних продуктів і знищення відходів виробництва на місці.

**Результати аналізу:**

⇒ оцінка ступеня розвитку регіональної інфраструктури;

⇒ оцінка переваг і недоліків місцезнаходження підприємства.

### **Обсяги продажу**

Аналіз обсягів продажу має завдання:

- ① визначити фактори ринку, що впливають на збут;
- ② кількісно оцінити частку ринку підприємства.

Аналіз факторів **ринку, що впливають на збут**, має визначити щонайменше:

- стадію відтворювального (життєвого) циклу галузі;
- прибутковість активів галузі;
- прибутковість продажу у галузі;
- експортний потенціал галузі;
- загальну місткість ринку;
- мотивацію споживачів;
- еластичність попиту на продукцію галузі;
- рівень платоспроможного попиту на продукцію галузі;
- умови збуту на ринку;
- галузеві ризики;

- ситуацію на суміжних товарних ринках.

**Кількісна оцінка частки ринку підприємства здійснюється:**

- за споживачами;
- регіональними ринками (внутрішніми та зовнішніми);
- продуктами.

**Результати аналізу:**

- ⇒ кількісна та якісна оцінка факторів, що впливають на обсяг продажу в галузі (на ринку);
- ⇒ оцінка галузевих ризиків;
- ⇒ кількісна оцінка частки ринку підприємства.

### **Конкуренція**

Аналіз конкуренції передбачає:

- ① — аналіз умов конкуренції на ринку продукції підприємства;
- ② — аналіз конкурентних ринків.

Аналіз **умов конкуренції на ринку продукції підприємства** має завданням дослідити діяльність конкурентів і полягає у визначенні:

- основних конкурентів, що володіють найбільшою часткою ринку;
- конкурентів, які найбільш динамічно розвиваються;
- переваг і недоліків нематеріальних активів конкурентів;
- результатів діяльності конкурентів (виробничих і фінансових);
- рекламних засобів та збутової організації конкурентів;
- НДДКР конкурентів — основних напрямів, обсягів витрат тощо;
- бар'єрів для проникнення на ринок і виходу з нього.

Аналіз **конкурентних ринків** дає змогу оцінити прибутковість, безпечність і ліквідність інвестицій як в акції підприємств галузі, так і в інші інструменти фондового ринку.

**Результати аналізу:**

- ⇒ оцінка конкурентного напруження на ринку (у галузі);
- ⇒ оцінка ефективності альтернативних способів інвестування.

### **Зовнішнє середовище господарювання**

У ході інвестиційного аналізу ринку оцінюється зовнішнє середовище господарювання підприємства як сукупність факторів, що безпосередньо впливають на діяльність підприємства і, в свою чергу, зазнають впливу з боку останнього.

**Результати оцінки:**

характеристика зовнішнього середовища за параметрами:

- складності;
- взаємозв'язаності факторів;
- рухомості;
- невизначеності;
- ворожості.

## **8.3. ГОСПОДАРСЬКА ДІЯЛЬНІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА**



**Вимоги до аналізу господарської діяльності:**

1. Охоплення всіх аспектів діяльності підприємства:
  - ресурсів, що використовуються;
  - результатів діяльності;
  - процесів трансформації ресурсів у результати.
2. Взаємоузгодження показників, що аналізуються, в єдину систему оцінки.

Головним показником, що інтересує потенційного покупця акцій (пакета акцій), є **прибутковість вкладеного капіталу**, яка характеризується розміром прибутку на одиницю інвестованих коштів.

Аналіз господарської діяльності базується на визначенні дії факторів, що впливають на цей показник.

Прибутковість вкладеного капіталу є добутком показників прибутковості діяльності, віддачі активів, левереджу (рис.8.2).

$$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Акціонерний капітал}} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Виторг}} \times \frac{\text{Виторг}}{\text{Вартість активів}} \times \frac{\text{Вартість активів}}{\text{Акціонерний капітал}}$$

Рис. 8.2. Склад показника «прибутковість вкладеного капіталу»

Виходячи з цього, господарська діяльність підприємства оцінюється на основі аналізу:

- ◆ прибутковості діяльності;
- ◆ віддачі активів;
- ◆ левереджу.

Зміст аналізу та взаємозв'язок між його розділами показано на рис. 8.3.

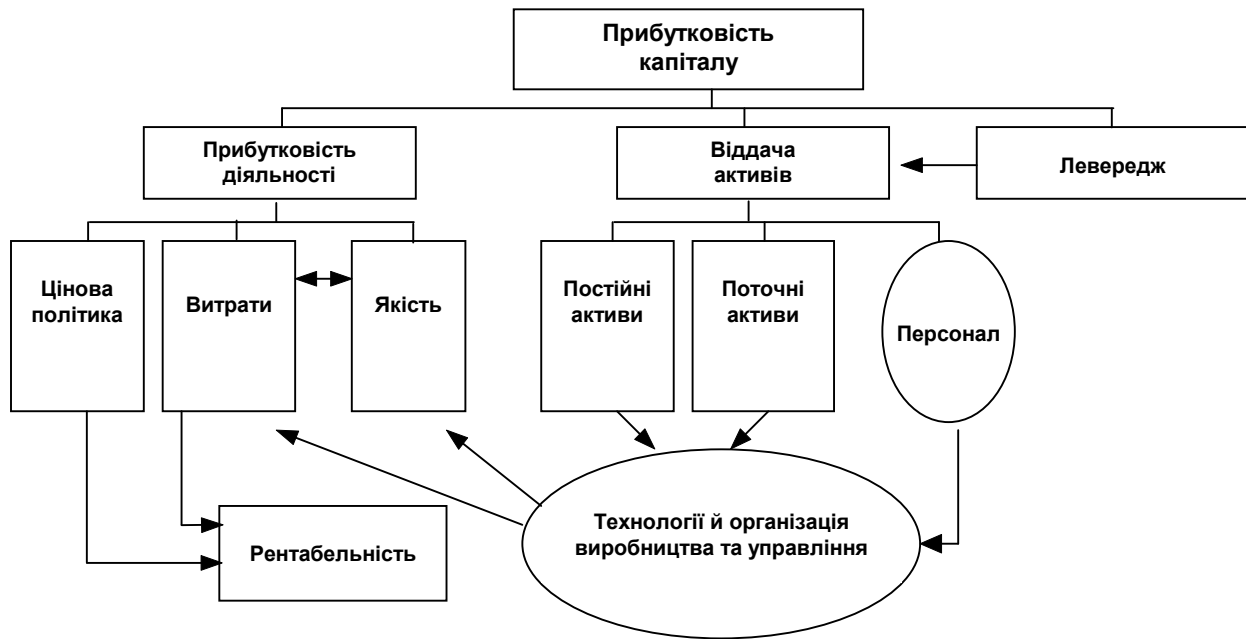


Рис. 8.3. Зміст аналізу господарської діяльності підприємства

## Прибутковість діяльності

**Прибутковість діяльності (чистий прибуток / виторг) характеризує сприйняття ринком продукції підприємства.**

Основні фактори, що впливають на цей показник, — ціни, собівартість, якість. Тому аналіз прибутковості діяльності охоплює:

① — цінову політику; ② — витрати; ③ — якість.

Метою аналізу цінової політики є визначення того, чи відповідає цінова політика підприємства реаліям ринкової ситуації (чи не веде до завищення ціни, а відтак і зниження попиту, чи відповідає конкурентним перевагам або недолікам підприємства тощо). Класифікацію основних видів цін наведено в табл.8.2.

Таблиця 8.2

### ОСНОВНІ ВИДИ ЦІН НА ПРОДУКЦІЮ ПІДПРИЄМСТВА

Види цін на традиційну продукцію	Види цін на нову продукцію
Змінна спадна ціна (slide down pricing)	Ціна «зняття вершків» (skim price)
Довгострокова стабільна ціна (long-established price)	Ціна проникнення на ринок (penetration pricing)
Ціна сегмента ринку (segment pricing)	Ціна лідера ринку (follow pricing)
Еластична ціна (flexible pricing)	Ціна відшкодування витрат (cost-plus pricing)
Переважна ціна (preemptive pricing)	Психологічна ціна (psychological pricing)
Ціна виходу з ринку (phase-out pricing)	Престижна ціна (prestige pricing)
Ціна пропускання лідера (loss-leader pricing)	
Ціна угоди (bargain price)	

Завданням аналізу **витрат** є визначення розміру і структури витрат на виробництво та реалізацію продукції, іншу реалізацію, позареалізаційні операції, а також дослідження рентабельності окремих видів продукції (робіт, послуг).

Під час аналізу витрат розглядаються:

- \* кошторис витрат;
- \* калькуляції;
- \* рентабельність окремих видів продукції, рентабельність іншої реалізації, рентабельність позареалізаційних операцій.

Аналіз собівартості дає змогу:

- \* дослідити зміни у собівартості (порівнянням показників за певні періоди часу);
- \* порівняти витрати на різні вироби (роботи, послуги);
- \* перейти до оцінки прибутковості окремих сфер діяльності підприємства.

Для оцінки прибутковості окремих сфер діяльності підприємства проводяться розрахунки різних **модифікацій рентабельності**, а саме:

- рентабельності продукції;
- рентабельності іншої реалізації;
- рентабельності позареалізаційних операцій.

Результатом аналізу рентабельності є оцінка **прибутковості і доцільності** тих чи інших сфер діяльності підприємства.

Розрахунки рентабельності проводяться як на основі валового прибутку, так і чистого, що передбачає аналіз:

- розміру податків;
- обсягу повернутих боргів та плати за них;
- розміру штрафних санкцій.

Якщо номенклатура виробів є обмеженою (невеликою), аналіз витрат і прибутків доповнюється дослідженням **залежності витрат і прибутків від обсягів продажу** знаходженням точок беззбитковості (рис. 8.4):

$$\text{Точка беззбитковості} = \frac{\text{Постійні витрати на окремий вид продукції}}{\text{Ціна одиниці окремого виду продукції} - \text{Змінні витрати на одиницю окремого виду продукції}}$$

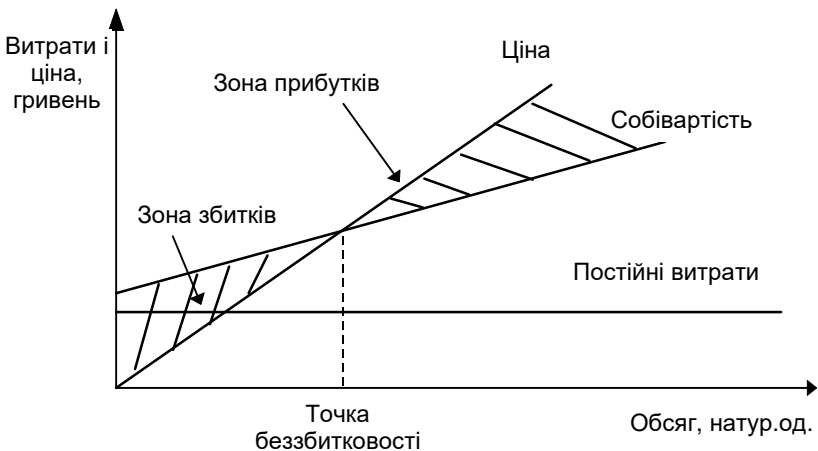


Рис. 8.4. Залежність витрат і прибутку від обсягів виробництва

**Якість** продукції підприємства аналізується за допомогою показників:

- одиничних, що характеризують окремі якісні ознаки;
- комплексних, що характеризують як позитивні якості, так і певні вади продукції і дають змогу розподілити її за сортами, марками, класами;
- загальних, що характеризують загальний рівень якості продукції підприємства (питома вага у загальному обсязі нової продукції, сертифікованої продукції, експортної продукції, питома вага бракованих виробів, патентна захищеність, кількість ліцензій тощо).

Якісні показники продукції мають бути обов'язково зіставлені з якісними показниками продукції основних конкурентів.

Аналіз якості продукції повинен також містити оцінку ефективності системи управління якістю.

**Результат аналізу:**

⇒ оцінка відповідності цінової політики підприємства ринковій ситуації;

⇒ оцінка можливостей підприємства щодо контролювання рівня витрат, відсутності (наявності) нераціональних витрат;

⇒ оцінка можливостей підприємства забезпечити конкурентоспроможний рівень якості продукції.

**Віддача активів**

**Віддача активів**  $\left( \frac{\text{Виторг}}{\text{Вартість активів}} \right)$  **характери-**

**зує розмір виручки, що утворюють активи підприємства.**

Оскільки при аналізі прибутковості були вже оцінені деякі фактори, що впливають на виторг, у цьому розділі віддача активів розглядається як сформована під впливом:

- ① Структури активів та економічної ефективності їх використання;
- ② Технології й організації використання активів;
- ③ Кадрової складової виробничого потенціалу та менеджменту.

Аналіз **структури активів та економічної ефективності їх використання** передбачає:

— аналіз структури, економічної ефективності відтворення й використання постійних активів;

— аналіз структури й інтенсивності обігу поточних активів.

Структура, економічна ефективність відтворення й використання постійних активів аналізується за допомогою основних показників, наведених у табл. 8.4.

Структура й інтенсивність обігу поточних активів аналізується за допомогою основних показників, наведених у табл. 8.5.

Таблиця 8.4

**ПОКАЗНИКИ СТРУКТУРИ, ЕФЕКТИВНОСТІ ВІДТВОРЕННЯ  
І ВИКОРИСТАННЯ ПОСТІЙНИХ АКТИВІВ**

Об'єкт аналізу	Показники, що аналізуються
Структура постійних активів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• видова структура постійних активів;</li> <li>• видова структура основних фондів;</li> <li>• структура основних фондів за зносом;</li> <li>• технологічна структура устаткування;</li> <li>• структура устаткування за зносом</li> </ul>
Відтворення постійних активів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• коефіцієнт оновлення основних фондів;</li> <li>• коефіцієнт вибуття основних фондів;</li> <li>• коефіцієнт спрацьованості устаткування</li> </ul>
Використання постійних активів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• віддача постійних активів;</li> <li>• фондівіддача (за продукцією та прибутком);</li> <li>• фондомісткість;</li> <li>• коефіцієнт використання виробничої потужності;</li> <li>• коефіцієнт освоєння виробничої потужності;</li> <li>• коефіцієнт використання наявного устаткування;</li> <li>• коефіцієнт використання календарного фонду часу роботи устаткування;</li> <li>• коефіцієнт змінності роботи устаткування;</li> <li>• коефіцієнт завантаженості устаткування;</li> <li>• інтенсивність використання виробничих площ</li> </ul>

Таблиця 8.5

**ПОКАЗНИКИ СТРУКТУРИ Й ІНТЕНСИВНОСТІ  
ОБІГУ ПОТОЧНИХ АКТИВІВ**

Об'єкт аналізу	Показники, що аналізуються
Структура поточних активів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• видова структура поточних активів;</li> <li>• виробничо-технологічна структура оборотних фондів</li> </ul>
Обіг поточних активів	<ul style="list-style-type: none"> <li>• рентабельність поточних активів;</li> <li>• коефіцієнт оборотності поточних активів;</li> <li>• тривалість одного обороту поточних активів;</li> <li>• період обігу матеріальних запасів;</li> <li>• період погашення дебіторської заборгованості;</li> <li>• період обігу грошових коштів</li> </ul>

Оскільки відтворення й використання активів є похідними від технологій, що застосовуються на підприємстві, і працівників, які їх використовують, наступний аналіз зосереджується на оцінці технологій, персоналу і менеджменту.

Завданням аналізу технологій використання активів і організації виробництва є:

- визначення ефективності технологій підприємства;
- дослідження впливу технологічних процесів та власних інженерних розробок на ефективність використання активів, відтак і на обсяги виробництва, собівартість і якість продукції;
- оцінка результативності форм і методів організації виробництва.

Загальну схему аналізу показано на рис. 8.5.



Рис.8.5. Схема аналізу технологій використання активів і організації виробництва

Завданням аналізу персоналу та менеджменту є оцінка:

- кадрової складової виробничого потенціалу підприємства;
- ефективності наявної системи управління підприємством і маркетингом.

Оцінка персоналу відбувається з допомогою аналізу показників, згрупованих у табл. 8.6.

## ПОКАЗНИКИ, ЩО ХАРАКТЕРИЗУЮТЬ ПЕРСОНАЛ ПІДПРИЄМСТВА

Об'єкт аналізу	Показники, що аналізуються
Чисельність персоналу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• списочна,</li> <li>• явочна</li> </ul>
Структура персоналу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• функціональна</li> <li>• професійна,</li> <li>• кваліфікаційна</li> </ul>
Трудомісткість	<ul style="list-style-type: none"> <li>• технологічна,</li> <li>• обслуговування виробництва,</li> <li>• повна</li> </ul>
Нормування праці	<ul style="list-style-type: none"> <li>• напруженість норм,</li> <li>• ступінь охоплення технічно обґрунтованими нормами,</li> <li>• рівень виконання норм</li> </ul>
Використання робочого часу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• завантаженість робочих місць,</li> <li>• ступінь використання робочого дня,</li> <li>• рівень використання календарного фонду часу</li> </ul>
Втрати робочого часу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• цілоденні,</li> <li>• внутрішньозмінні,</li> <li>• через тимчасову непрацездатність,</li> <li>• прогули,</li> <li>• вимушені відпустки</li> </ul>
Умови праці	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ергономічність робочих місць,</li> <li>• безпека праці</li> </ul>
Рух персоналу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• прийняття,</li> <li>• вибуття,</li> <li>• плинність</li> </ul>
Механізація і автоматизація праці	<ul style="list-style-type: none"> <li>• обсяг ручної праці, у тому числі на важких роботах,</li> <li>• обсяг автоматизованої праці,</li> <li>• обсяг механізованої праці</li> </ul>
Ефективність праці	<ul style="list-style-type: none"> <li>• продуктивність,</li> <li>• напруженість</li> </ul>
Оплата праці	<ul style="list-style-type: none"> <li>• заробітна плата по категоріях персоналу,</li> <li>• премії по категоріях персоналу,</li> <li>• оплатомісткість продукції</li> </ul>



Аналіз ефективності управлінської діяльності базується на оцінці відповідності **організаційної структури управління** зовнішньому середовищу, внутрішньому (технологічному) стану і місії підприємства. Він здійснюється на основі характеристик, наведених у табл. 8.7.

Таблиця 8.7

**ОСНОВНІ ПОКАЗНИКИ ОРГАНІЗАЦІЇ УПРАВЛІННЯ**

Об'єкт аналізу	Основні характеристики
Управлінський потенціал	<ul style="list-style-type: none"> <li>• чисельність,</li> <li>• структура,</li> <li>• кваліфікація,</li> <li>• плинність</li> </ul>
Діяльність управлінського персоналу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• трудомісткість управління,</li> <li>• норми керованості,</li> <li>• витрати на управління,</li> <li>• продуктивність управлінської діяльності,</li> <li>• оплата праці управлінського персоналу</li> </ul>
Складність структури управління	<ul style="list-style-type: none"> <li>• рівні управління,</li> <li>• підрозділи апарату управління</li> </ul>
Відповідність структури управління організаційним і виробничим критеріям	<ul style="list-style-type: none"> <li>• зовнішнє середовище,</li> <li>• технологія виробництва, її наукомісткість,</li> <li>• продукція (обсяг, номенклатура, складність)</li> <li>• тривалість виробничого циклу,</li> <li>• розмір підприємства, місцезнаходження підрозділів,</li> <li>• інтенсивність внутрішніх і зовнішніх зв'язків</li> </ul>

Результативність **маркетингової діяльності** може бути оцінена за допомогою показників:

- $\frac{\text{кількість отриманих замовлень}}{\text{кількість клієнтів}}$  ;
- $\frac{\text{вартість отриманих замовлень}}{\text{кількість клієнтів}}$  ;
- $\frac{\text{обсяг продажу}}{\text{кількість продавців}}$  ;
- $\frac{\text{обсяг продажу}}{\text{кількість працівників маркетингових підрозділів}}$  ;
- $\frac{\text{обсяг продажу}}{\text{кількість рекламаций}}$  ;

**Результати аналізу:**

⇒ оцінка впливу на ефективність використання активів технології, організації, персоналу та управління.

**Лeverедж**                      **Лeverедж**  $\left( \frac{\text{Вартість активів}}{\text{Акціонерний капітал}} \right)$  **характеризує співвідношення власних і позикових коштів у структурі капіталу .**

Аналіз лeverеджу дозволяє оцінити також ліквідність активів підприємства. Основні показники аналізу та їх нормативні значення наведено в табл. 8.8.

Таблиця 8.8

**ПОКАЗНИКИ АНАЛІЗУ ЛЕВЕРЕДЖУ**

Показники	Спосіб розрахунку	Економічний зміст показників	Оптимальне значення
Кошти у розпорядженні підприємства	валюта балансу	Характеризує розмір коштів (власних і позикових), що знаходяться у розпорядженні підприємства	—
Капітал, що функціонує	(розд. II + розд. III) активу – розд. III пасиву	Характеризує розмір власного оборотного капіталу	—
Коефіцієнт автономії	розд. I пасиву / валюта балансу	Характеризує питому вагу власних коштів у загальному обсязі коштів, що знаходяться у розпорядженні підприємства	понад 0,5
Коефіцієнт структури боргу	розд. II пасиву / (розд. II + розд. III) пасиву	Характеризує структуру позикового капіталу підприємства	—
Коефіцієнт залучення позикових коштів на тривалий строк	розд. II пасиву / валюта балансу	дає змогу оцінити розмір довгострокових боргів у структурі пасивів	—
Коефіцієнт фінансового ризику (1)	розд. II пасиву / розд. I пасиву		
Коефіцієнт фінансового ризику (2)	розд. II пасиву / розд. I активу	Свідчить, яка частка постійних активів фінансується за рахунок залучених коштів	—
Коефіцієнт заборгованості	(розд. II + розд. III) пасиву / валюта балансу	Свідчить, який процент коштів фінансується за рахунок боргу	менше 0,5
Коефіцієнт забезпеченості боргу	розд. I пасиву / (розд. II + розд. III) пасиву	Дає змогу оцінити, якою мірою загальний борг співвідноситься з власними пасивами	понад 1,0
Коефіцієнт незалежності	(розд. I + розд. II) пасиву / валюта балансу	Дає змогу оцінити ступінь впливу на політику підприємства його кредиторів	—

Таблиця 8.9

## ПОКАЗНИКИ ЛІКВІДНОСТІ

Показники	Спосіб розрахунку	Економічний зміст показників	Оптимальне значення
Коефіцієнт покриття (поточної ліквідності)	(розд. II + розд. III) активу / розд. III пасиву	Характеризує співвідношення між усіма поточними активами і короткостроковими зобов'язаннями	2,0–2,5
Коефіцієнт функціонуючого капіталу	функціонуючий капітал / розд. III пасиву	Свідчить, яка частина короткострокових зобов'язань може бути покрита капіталом, що функціонує	
Коефіцієнт термінової ліквідності	розд. III активу / розд. III пасиву	Характеризує співвідношення між найбільш ліквідними активами і короткостроковими зобов'язаннями	понад 1,0
Абсолютний коефіцієнт ліквідності (1)	(грошові кошти + короткострокові фінансові вкладення) / розд. III пасиву	Свідчить про негайну готовність підприємства погасити свої короткострокові зобов'язання	0,25–0,35
Абсолютний коефіцієнт ліквідності (2)	(грошові кошти + короткострокові фінансові вкладення) / (розд. II + розд. III) пасиву	Свідчить про негайну готовність підприємства погасити свої борги	
Коефіцієнт співвідношення дебіторської заборгованості і короткострокових зобов'язань	розрахунки з дебіторами / розд. III пасиву	Характеризує співвідношення коштів боржників підприємства і його власних зобов'язань	
Коефіцієнт залежності від матеріальних запасів	виробничі запаси / розд. III пасиву	Характеризує рівень залежності від матеріальних запасів	

**Результат аналізу:**

⇒ оцінка відповідності оптимальних значень реальним показникам фінансової незалежності та ліквідності активів підприємства.

**8.4. ПРОГНОЗУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ЕМІТЕНТА**

Загальне прогнозування діяльності підприємства включає:

- ◆ прогнозування майбутнього стану ринку;
- ◆ прогнозування майбутньої прибутковості, безпечності та ліквідності інвестицій (рис.8.7, 8.8, табл.8.9).

Основні напрями, послідовність і взаємозв'язок між розділами прогнозу показано на рис. 8.6.

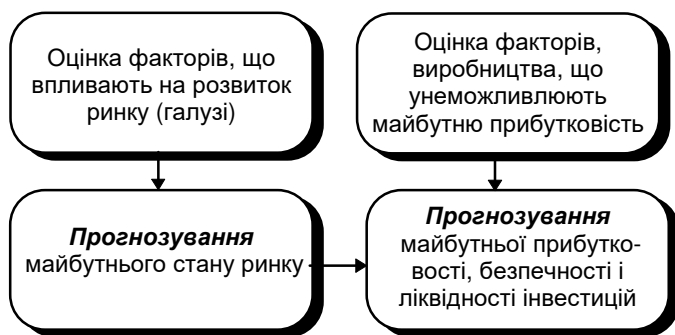


Рис. 8.6. Основні напрями і послідовність прогнозу

### Майбутній стан ринку

Прогнозування майбутнього стану ринку здійснюється за допомогою показників:

- темп зростання галузі (ринку);
- приріст кількості споживачів на ринку;
- динаміка географічного розширення/звуження ринку;
- ступінь старіння продукції галузі;
- ступінь оновлення продукції галузі;
- ступінь оновлення основних технологій, що застосовуються у галузі;
- ступінь насичення попиту;
- циклічність попиту;
- агресивність провідних конкурентів;
- державне регулювання виробництва, витрат, експорту-імпорту, конкуренції тощо;
- рівень інфляції;
- інші фактори, що мають значення для оцінки розвитку ринку (галузі).

Завданням прогнозування є оцінка майбутнього стану галузі (ринку) з позицій життєвого циклу галузі (ринку), тобто визначення майбутньої стадії циклу (народження, зростання, розширення, зрілість, спад, ліквідація).

### *Результат прогнозу:*

⇒ визначення майбутньої стадії життєвого циклу галузі (ринку).

**Очікувані  
прибутковість,  
безпечність  
і ліквідність**

Прогнозування очікуваної прибутковості, безпечності і ліквідності базується на екстраполяції внутрішніх умов господарювання на майбутнє і на оцінці майбутнього стану ринку (галузі).

Прогноз здійснюється поетапно (рис 8.7).

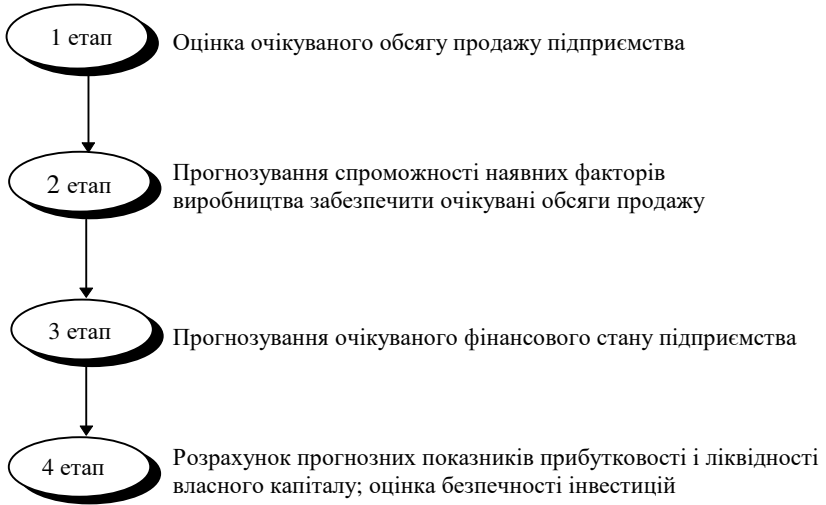


Рис.8.7. Етапи прогнозування очікуваної прибутковості, безпечності і ліквідності

**Оцінка очікуваного стану продажу** підприємства передбачає виявлення майбутніх стадій життєвого циклу продуктів та підприємства і на цій основі прогнозування майбутньої структури продукції та очікуваних обсягів продажу (рис.8.8).

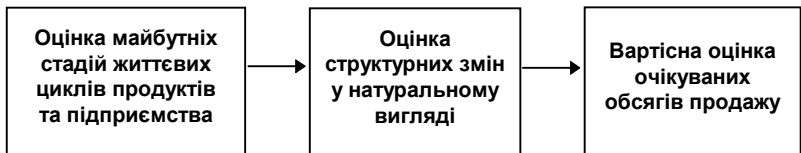


Рис.8.8. Послідовність прогнозування очікуваного стану продажу підприємства

Життєвий цикл продуктів оцінюється відповідно до характерних ознак його стадій (табл. 8.10).

**ОСНОВНІ ХАРАКТЕРНІ ОЗНАКИ СТАДІЙ  
ЖИТТЄВОГО ЦИКЛУ ПРОДУКЦІЇ**

Стадії життєвого циклу	Характерні ознаки
Поява	<ul style="list-style-type: none"> <li>– невелика кількість продавців продуктів,</li> <li>– продукт не має модифікацій,</li> <li>– продукт є маловідомим і попит на нього незначний</li> </ul>
Зростання	<ul style="list-style-type: none"> <li>– зростання кількості виробників і продавців,</li> <li>– наявність кількох модифікацій продукту,</li> <li>– розширення каналів збуту,</li> <li>– стабілізація цінової політики,</li> <li>– поява споживачів, що віддають перевагу цій торгової марці</li> </ul>
Зрілість	<ul style="list-style-type: none"> <li>– велика кількість виробників і продавців,</li> <li>– перетворення модифікацій продукту на пропозиції для кожного сегмента ринку,</li> <li>– зростання конкуренції,</li> <li>– посилення заходів для просування товару</li> </ul>
Спад	<ul style="list-style-type: none"> <li>– зниження попиту,</li> <li>– зменшення кількості виробників і продавців,</li> <li>– зменшення кількості модифікацій продукту</li> </ul>

Оцінку стадій життєвого циклу продукції покладено в основу визначення стадійного життєвого циклу підприємства:

- підготовка до виходу на ринок;
- початок зростання;
- становлення міцних позицій на ринку;
- зрілість;
- згасання діяльності;
- припинення діяльності і підготовка до повернення на ринок з новим товаром.

При прогнозуванні майбутньої структури продукції, поряд з оцінкою життєвих циклів продуктів та підприємства, використовуються прогнози майбутнього стану ринку і майбутньої нестабільності.

Обсяг продажу визначається з урахуванням діючої цінової політики підприємства.

Якщо прогноз обсягу продажу дав кілька його можливих значень, то наступні ітерації здійснюються щодо кожного з можливих значень, але не менше, ніж для максимального, середнього та мінімального обсягу продажу.

**Результат прогнозу:**

⇒ оцінка майбутньої структури продукції;

⇒ оцінка очікуваного обсягу продажу.

**Прогнозування спроможності наявних факторів виробництва забезпечити очікуваний обсяг продажу** передбачає оцінку можливостей (резервів):

- персоналу;
- виробничої потужності і технологій;
- організації виробництва, праці і продажу.

**Результат прогнозу:**

⇒ оцінка того, наскільки наявні фактори виробництва здатні забезпечити очікуваний обсяг продажу;

⇒ коригування прогнозного обсягу продажу.

**Прогнозування очікуваного фінансового стану підприємства** передбачає конструювання прогнозного балансу підприємства.

Розрахунки майбутніх *активів* дають змогу оцінити розмір капіталу, необхідного для забезпечення майбутніх обсягів. Їх розраховують так.

По-перше, виокремлюють спонтанні активи.

По-друге, здійснюють прогнозні розрахунки розміру кожного спонтанного активу методом відсоткового відношення до обсягу продажу за формулою:

$$C_{\text{прогн. } i} = C_{\text{звіт. } il} / P_{\text{звіт. }} \cdot P_{\text{прогн. }},$$

де  $C_{\text{прогн. } i}$  — прогнозний розмір  $i$ -го спонтанного активу;  $C_{\text{звіт. } il}$  — розмір  $i$ -го спонтанного активу у звітному періоді;  $P_{\text{звіт. }}, P_{\text{прогн.}}$  — обсяги продажу у звітному і прогнозованому періодах відповідно.

По-третє, визначають загальний обсяг активів, необхідних для досягнення прогнозного обсягу продажу за формулою:

$$A_{\text{прогн.}} = \sum_{i=1}^n C_{\text{прогн. } i} + \sum_{j=1}^m H_{\text{звіт. } j},$$

де  $A_{\text{прогн.}}$  — прогнозний розмір всіх активів;  $H_{\text{звіт. } j}$  — розмір  $j$ -го незмінного активу у звітному періоді ( $j = 1...m$ );  $i$  — кількість спонтанних активів ( $i = 1...n$ ).

Розрахунки майбутніх *пасивів* дають змогу визначити:

- майбутню структуру капіталу;
- шляхи формування капіталу.

Прогнозування джерел формування пасивів здійснюється, виходячи з минулої структурної політики формування капіталу та минулої політики щодо функціонування власного капіталу.

Прогноз **розміру прибутку** здійснюється, виходячи з прогнозного розміру вартісного обсягу продажу і витрат, що потрібні для забезпечення продажу.

З метою оцінки **майбутніх дивідендів** робиться прогноз **розподілу прибутку**, виходячи із:

- ставок податків, що очікуються у майбутньому;
- розміру платежів за капітал, що буде позичений;
- минулих пропорцій розподілу чистого прибутку підприємства.

**Результат прогнозу:**

- ⇒ прогнозний баланс підприємства;
- ⇒ прогнозний розмір дивідендів.

**Розрахунок прогнозних показників** є підсумковим і завершальним етапом складання прогнозу.

**Результат прогнозу:**

- ⇒ значення майбутніх показників:
- прибутковості власного капіталу;
- прибутковості діяльності;
- віддачі активів;
- левереджу (табл. 8.8);
- ліквідності (табл. 8.9).

### 8.5. ОЦІНКА АКЦІЙ (ПАКЕТА АКЦІЙ)

Оцінка вартості акцій (пакета акцій) передбачає визначення загальної вартості підприємства і частки вартості, яку має пакет, що оцінюється. Оцінка вартості підприємства здійснюється на підставі показників капіталізації чи дисконтування прибутку:

$$V_k = \frac{\Pi}{K} \quad \text{або}$$
$$V_d = \frac{\Pi_1}{1+g} + \frac{\Pi_2}{(1+g)^2} + \dots + \frac{\Pi_n}{(1+g)^n},$$

де  $V_k$  — вартість підприємства, розрахована методом капіталізації;  $V_d$  — вартість підприємства, розрахована методом дисконтування очікуваних прибутків;  $\Pi$  — розмір річного прибутку, що є незмінним;  $\Pi_1, \Pi_2, \dots, \Pi_n$  — розмір річного прибутку по роках прогнозу;  $K$  — коефіцієнт капіталізації;  $g$  — ставка дисконту;  $n$  — кількість років прогнозу.

Оскільки акції та пакети акцій мають власні характеристики, що надають їм особливі якості та впливають на вартість, оцінка враховує:

- галузеві особливості акцій;
- основні характеристики акцій;
- характеристики пакета акцій.

**Комплексна оцінка ризиків по акціях (пакетах акцій)**

Основні види ризиків по акціях (пакетах акцій) наведено в табл. 8.11.



Таблиця 8.11

**ОСНОВНІ ВИДИ РИЗИКІВ ПО АКЦІЯХ (ПАКЕТАХ АКЦІЙ) ПІДПРИЄМСТВА**

Найменування ризиків	Сутність ризиків
Загальний ризик	Зв'язаний із загальною ситуацією в Україні (політична нестабільність, глибока економічна криза, недостатня правова база інвестування, обмежені можливості репатріації прибутків тощо)
Систематичний ризик	Ризик краху ринку цінних паперів у цілому
Інфляційний ризик	Знецінення доходів власників акцій у результаті інфляції
Валютний ризик	Знецінення акцій, що придбані за валютні кошти, внаслідок зміни курсу валют
Відсотковий ризик	Зв'язаний зі змінами відсоткових ставок на ринку
Галузевий ризик	Ризик зниження інвестиційних якостей акцій за невправильного вибору галузі інвестування
Регіональний ризик	Зв'язаний з незадовільним станом господарства регіону
Ризики підприємства: ринкові	знецінення акцій за зміни попиту на продукцію, втрати ринкової позиції, посилення конкуренції тощо;
господарські	знецінення акцій через підвищення витрат, старіння технологій та обладнання, неефективний менеджмент тощо
Ризик впливу	Зв'язаний з неможливістю ефективного впливу на політику підприємства
Селективний ризик	Ризик, що зв'язаний з помилковим вибором інвестування в акції підприємства, що виявилось менш вигідним у порівнянні з інвестуванням в інші інструменти фондового ринку і ринку капіталів
Ризик ліквідності	Зв'язаний з грошовими втратами за реалізації акцій внаслідок зміни їх якостей
Дивідендний ризик	Ризик зниження дивідендів за погіршення фінансового стану підприємства
Курсовий ризик	Зв'язаний зі зниженням курсової вартості акцій за погіршення фінансового стану підприємства
Ризик часу	Втрати, зв'язані з купівлею-продажем акцій у неоптимальний час
Технічний ризик	Зв'язаний з недосконалістю організаційно-технічних операцій з цінними паперами в Україні

**Оцінка  
галузевих  
характеристик ак-  
цій**

**Характеристику акцій залежно від галузевої належності підприємства наведено в табл. 8.12**

*Таблиця 8.12*

**ОСНОВНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ АКЦІЙ  
ЗАЛЕЖНО ВІД ГАЛУЗЕВОЇ НАЛЕЖНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА**

Ознаки галузі	Рівень дивідендів	Курсова вартість	Ризикованість	Ліквідність
Галузі, що народжуються	Низький	Низька	Дуже висока, висока	Низька
Галузі, що зростають	Зростає	Середня, зростає	Середня, низька	Середня, висока
Циклічні галузі	Коливається відповідно до стадій економічного циклу	Коливається відповідно до стадій економічного циклу	Висока за падіння ділової активності, дуже низька за активізації галузі	Середня, висока
Стабільні галузі	Високий, стабільний	Середня, висока, постійна	Низька	Висока
Галузі, що забезпечують життєдіяльність	Високий, зростає	Висока, зростає	Дуже низька	Висока
Галузі, що визначають науково-технічний прогрес	Низький при народженні галузі, високий під час розвитку	Низька при народженні галузі, висока під час розвитку	Середня	Середня, висока
Галузі, що старіють	Середній, знижується	Середня, знижується	Висока	Середня, низька
Галузі, що ліквідуються	Низький, або дивіденди взагалі не виплачуються	Низька	Винятково висока	Дуже низька

Порівняльну характеристику цін на акції залежно від стану галузі зображено на рис. 8.9.

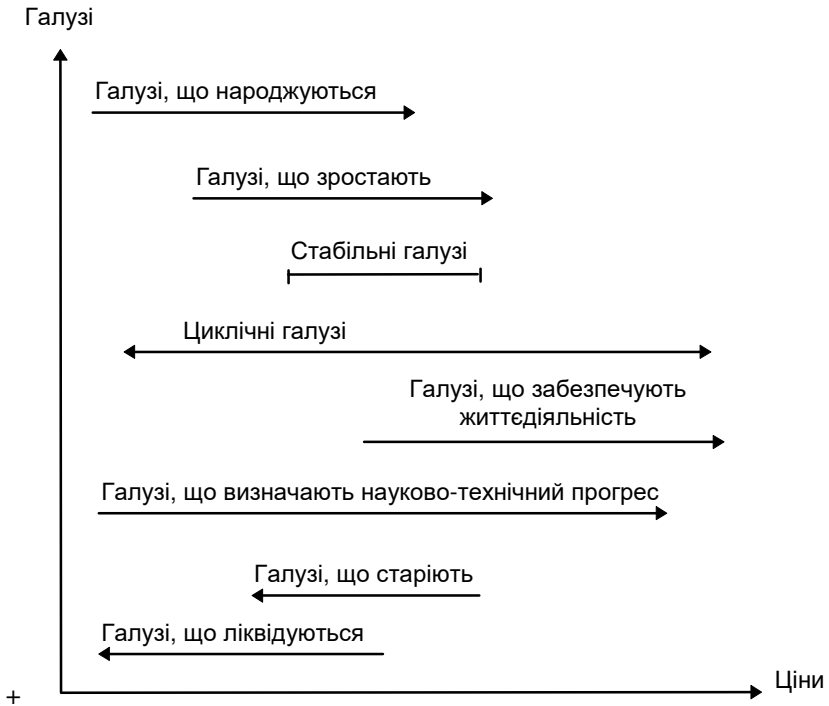


Рис.8.9. Залежність цін на акції від стану галузі

**Оцінка особливостей акцій підприємства**

Оцінка основних характеристик акцій підприємства передбачає оцінку:

- ① фінансових показників акцій;
- ② основних характеристик акцій, що визначені залежно від місця підприємства на ринку;
- ③ основних характеристик акцій на різних стадіях життєвого циклу підприємства.

У табл.8.13 наводяться **основні фінансові показники акцій**, що не мають курсової вартості, оскільки не обертаються на фондовому ринку.

**Основні характеристики акцій залежно від місця підприємства на ринку і різних стадій життєвого циклу підприємства** наведено в табл. 8.14 і 8.15.

Таблиця 8.13

**ОСНОВНІ ФІНАНСОВІ ПОКАЗНИКИ АКЦІЙ,  
ЩО НЕ МАЮТЬ КУРСОВОЇ ВАРТОСТІ**

Показник	Спосіб розрахунку	Економічний зміст
Балансова вартість	$\frac{\text{Акціонерний капітал}}{\text{Кількість акцій}}$	Є бухгалтерським підтвердженням забезпеченості кожної акції
Дійсна вартість	$\frac{\text{Акціонерний капітал} + \text{Резервний фонд}}{\text{Кількість акцій}}$	Свідчить, яка вартість капітальних активів припадає на одну акцію
Віддача акціонерного капіталу	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Акціонерний капітал}}$	Показує зростання акціонерного капіталу
Продуктивність	$\frac{\text{Обсяг продажу}}{\text{Кількість акцій}}$	Характеризує обсяг продажу на одну акцію
Прибутковість	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Кількість акцій}}$	Показує розмір прибутку на одну акцію
Дивіденд	$\frac{\text{Прибуток, що спрямовується на споживання}}{\text{Кількість акцій}}$	Свідчить про розмір дивіденду на одну акцію
Сплачуваність	$\frac{\text{Дивіденд}}{\text{Прибутковість}}$	Свідчить, яка частина прибутку спрямовується на виплату дивідендів
Реінвестування	$\frac{\text{Прибуток, що спрямовується на накопичення}}{\text{Кількість акцій} \times \text{Прибутковість}}$	Характеризує частину прибутку, що припадає на одну акцію і спрямовується на реінвестування

Таблиця 8.14.

**ОСНОВНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ АКЦІЙ  
ЗАЛЕЖНО ВІД МІСЦЯ ПІДПРИЄМСТВА НА РИНКУ**

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

Таблиця 8.15

**ОСНОВНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ АКЦІЙ  
НА РІЗНИХ СТАДІЯХ ЖИТТЄВОГО ЦИКЛУ ПІДПРИЄМСТВА**

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

Залежність цін на акції від місця підприємства на ринку показана на рис. 8.10



Рис. 8.10. Залежність цін на акції від місця підприємства на ринку

Залежність цін на акції від стадій життєвого циклу підприємства показана на рис. 8.11.

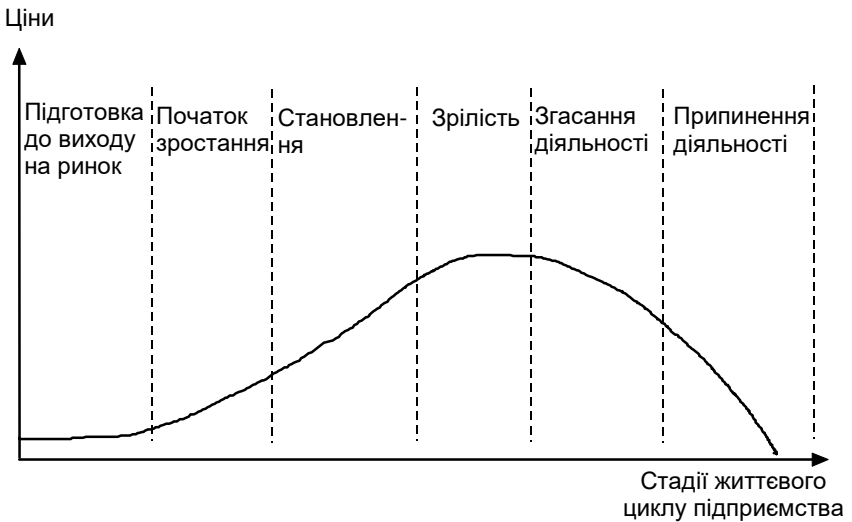


Рис. 5.3. Залежність цін на акції від стадій життєвого циклу підприємства

**Рейтингова оцінка інвестиційних якостей акцій підприємства**

Узагальнююча рейтингова оцінка інвестиційних якостей акцій може здійснюватися за критеріями, наведеними в табл. 8.16.

Таблиця 8.16

## РЕЙТИНГОВА ОЦІНКА ІНВЕСТИЦІЙНИХ ЯКОСТЕЙ АКЦІЙ

Рейтинг	Значення рейтингу	Характеристика акцій (підприємства)
1 ранг	Найвища інвестиційна привабливість	Підприємство є визнаним лідером у галузі, має високі стабільні прибутки; ризик інвестування мінімальний
2 ранг	Висока інвестиційна привабливість	Акції майже такі, як акції найвищої інвестиційної привабливості, але показники й перспективи діяльності трохи гірші, ніж у лідерів
3 ранг	Інвестиційна привабливість вища за середню	Акції мають сприятливі характеристики для інвестування, ці характеристики можуть погіршуватися в періоди зміни кон'юнктури
4 ранг	Середня інвестиційна привабливість	Акції мають середні характеристики, які можуть ще погіршитися під впливом несприятливих факторів зовнішнього середовища та внутрішніх факторів виробництва
5 ранг	Інвестиційна привабливість нижча за середню	Інвестиційні якості акцій нижчі за середні; підприємство має суттєві проблеми з технологіями, менеджментом тощо
6 ранг	Інвестиційна привабливість низька	Підприємство має погані перспективи: прибутки замалі (відсутні), технології застарілі, менеджмент неефективний
7 ранг	Акції є інвестиційно непривабливими	Підприємство втрачає або вже втратило ринок (є банкрутом)

Залежність рейтингової оцінки акцій від їх ціни показано на рис. 8.11.

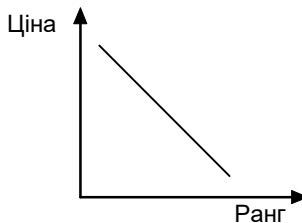




Рис. 8.11. Залежність рейтингової оцінки акцій від їх ціни

**Оцінка якостей пакета акцій підприємства**

Оцінка якостей пакета акцій підприємства передбачає оцінювання:

- ① структури розподілу акцій підприємства,
- ② прав пакета акцій,

③ намірів (інтересів) покупця.

**Оцінка структури розподілу акцій підприємства** необхідна для визначення кількості дрібних акціонерів, що уможлиблює вирішення кількох завдань.

По-перше, визначити розмір контрольного пакета акцій. Залежність розміру контрольного пакета акцій від кількості дрібних акціонерів показана на рис. 8.12

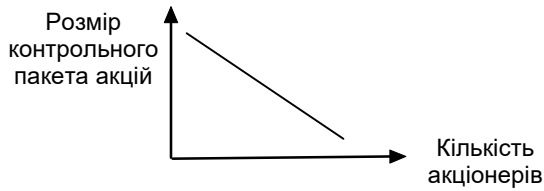


Рис. 8.12. Залежність розміру контрольного пакета акцій від кількості дрібних акціонерів

По-друге, порівняти розмір контрольного пакета акцій з тим, що виставляється на продаж. Якщо інтереси інвестора полягають у тому, щоб здобути повний контроль над підприємством, то таке порівняння дає змогу:

- оцінити, чи є запропонований для продажу пакет акцій занадто великим (замалим);
- оцінити можливості збільшення пакета за рахунок придбання акцій у інших власників;
- оцінити можливості «злиття» пакета з іншими портфельними інвесторами.

По-третє, оцінити залежність вартості пакета акцій від розміру контрольного пакета. Таку залежність показано на рис. 8.13.

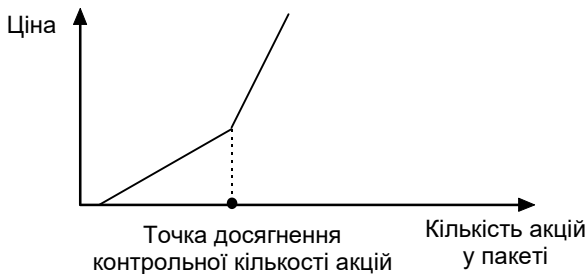


Рис. 8.13. Залежність вартості пакета акцій від розміру контрольного пакета  
**Оцінка прав пакета акцій** здійснюється, виходячи з:

- норм Закону України «Про господарські товариства»;
- установчих документів акціонерних товариств;
- внутрішніх нормативних документів підприємства.

Метою оцінки є передовсім з'ясування:

- впливу власника пакета акцій на рішення загальних зборів акціонерів (отриманням чи створенням блокуючого пакета);
- можливостей участі у спостережній раді, правлінні, ревізійній комісії та впливу на прийняття ними рішень.

*Наявність таких можливостей збільшує реальну вартість пакета.*

Необхідність **оцінки намірів (інтересів) покупця** залежить від наявності різних типів інвесторів, які мають власні вимоги до розміру пакета акцій, його прибутковості, ризикованості та ліквідності.

Характеристику основних типів інвесторів та їх цілей наведено у табл. 8.17

Таблиця 8.17

#### ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ОСНОВНИХ ТИПІВ ІНВЕСТОРІВ

Типи інвесторів	Основні цілі інвесторів
Стратегічні інвестори	Контроль над підприємством з наміром отримання прибутку від його діяльності
Портфельні інституційні інвестори	Збільшення капіталу збільшенням вартості портфеля
в тому числі:	
консервативні	безпе́чність інвестицій
помірко́вано-агресивні	безпе́чність + прибутковість
агресивні	прибутковість + зростання вартості
досвідчені	прибутковість + зростання вартості+ліквідність
«витончені»	максимальні доходи

ЧАСТИНА IV

**ОПЕРАЦІЇ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ  
НА УКРАЇНСЬКОМУ  
ФОНДОВОМУ РИНКУ**

---

РОЗДІЛ 9

**ПЕРВИННЕ РОЗМІЩЕННЯ  
ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

РОЗДІЛ 10

**ОБІГ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

## РОЗДІЛ 9

### ПЕРВИННЕ РОЗМІЩЕННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ\*

**Ключові поняття і терміни:** первинний ринок цінних паперів; відкрите та закрите розміщення цінних паперів; передплата; емісія; випуск; система реєстру, торговець цінними паперами, реєстратор; андеррайтинг.

#### 9. 1. СПОСОБИ ПЕРВИННОГО РОЗМІЩЕННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

##### **Первинний ринок цінних паперів**

Ринок цінних паперів, або фондовий ринок, поділяється на первинний та вторинний ринки.

**Первинний ринок** — це ринок перших і повторних емісій (випусків) цінних паперів, на якому відбувається перший продаж цінних паперів інвесторам.

У країнах з розвинутою ринковою економікою цією діяльністю, в основному, займаються спеціальні заклади — інвестиційні банки. Вони діють як посередники між корпорацією, яка хоче мобілізувати свій капітал, та індивідуальними інвесторами.

Розміщення цінних паперів серед інвесторів може відбуватися двома способами. Перший — «власними силами», коли емітент розміщує свої цінні папери на ринку самостійно. Як правило, цей спосіб застосовують акціонерні товариства, коли вони здійснюють додатковий випуск цінних паперів.

Інший спосіб — розміщення цінних паперів з допомогою інвестиційних дилерів (інвестиційно-банківських фірм, інвестиційних банків та фондів) або брокерських фірм-посередників. За такого способу між емітентом та інвестиційним фондом укладається угода про первинне розміщення цінних паперів.

Якщо новий випуск цінних паперів для одного інвестиційного банку занадто великий, він, як правило, звертається до інших інвестиційних банків з пропозицією сформувати емісійний синдикат.

Такий процес первинного розміщення цінних паперів характерний для країн з розвинутою ринковою економікою. А як цей процес відбувається у нашій країні?

Порядок випуску, розміщення, реєстрації та обігу цінних паперів, в основному, регулюється законодавством України щодо цінних паперів.

Цінні папери, перед тим як потрапити на вторинний ринок, проходять процес первинного розміщення серед інвесторів.

---

\* Автор част. IV (розділи 9,10) — ст. викладач І. А. Шевчук.

**Емітентом цінних паперів** може бути юридична особа, яка від свого імені випускає цінні папери і зобов'язується виконувати обов'язки, що випливають з умов їх випуску.

Нині юридичними особами (емітентами), які здійснюють випуск цінних паперів в Україні, є уряд і державні підприємства, що перетворюються на акціонерні товариства; діючі та новостворені комерційні структури; органи місцевого самоврядування.

Відповідно до чинного законодавства в Україні здійснюється випуск акцій, облігацій, векселів, ощадних сертифікатів та інших видів цінних паперів.

Підприємства мають право випускати акції, облігації та векселі.

Банки можуть випускати акції, облігації та векселі, а також ощадні сертифікати.

Тільки державні органи мають право випускати облігації внутрішніх державних і місцевих позик, казначейські зобов'язання, приватизаційні папери та, крім того, векселі.

**Інвесторами** на ринку цінних паперів є юридичні або фізичні особи, які купують цінні папери від свого імені та за свій рахунок з наміром одержання доходу, збільшення вартості цінних паперів або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів.

Цінні папери різних видів мають дещо різні властивості, які залежать від форми їх випуску, встановлених правил щодо прав власності на них, умов емісії, обігу та отримання доходу тощо.

Цінні папери можуть випускатись у паперовій та безпаперовій формах.

**Цінним папером у паперовій (документній) формі** є грошовий документ, складений за встановленою законодавством формою з додержанням відповідних реквізитів випуску та технології виготовлення. Він засвідчує майнові права, здійснення яких можливе тільки у разі його пред'явлення. З передачею (поставкою) такого цінного паперу передаються всі засвідчені ним майнові права. Кожний бланк такого цінного паперу видається на руки власнику. Замість бланків іменних цінних паперів емітент може видавати відповідний сертифікат.

**Сертифікат іменних цінних паперів** — документ, який видається емітентом власнику таких паперів та підтверджує сукупність прав на зазначену в сертифікаті кількість іменних цінних паперів. Сертифікат може видаватись як на одну, так і на більшу кількість акцій.

**Цінним папером у безпаперовій (бездокументній) формі** є засвідчення майнових прав письмово або на електронних носіях, що його здійснює вповноважена особа (реєстратор або зберігач цінних паперів), яка в установленому порядку фіксує зазначені майнові права і несе відповідальність за достовірність та збереження відповідних записів у облікових реєстрах. Особа, яка фіксує майнове право у безпаперовій формі, зобов'язана на вимогу власника цього права видати йому документ, який не є цінним папером, а лише підтвердженням закріплених за

власником прав на цінний папір. Проста передача згаданого документа веде до передачі майнових прав, ним засвідчених. Випуск цінних паперів у безпаперовій формі оформлюється глобальним сертифікатом емісії на весь випуск.

Глобальний сертифікат емісії повинен містити дані про:

- офіційне найменування емітента;
- дату і номер реєстрації емітента;
- назву документа, на підставі якого здійснено емісію цінних паперів;
- форму емісії;
- вид цінних паперів;
- права власників цінних паперів;
- запланований обсяг емісії (за номінальною вартістю);
- номінальну вартість одного цінного паперу;
- запланований обсяг емісії (у штуках);
- дату подання документів для реєстрації випуску цінних паперів;
- дату державної реєстрації випуску цінних паперів;
- реєстраційний номер випуску;
- дату початку продажу;
- дату припинення продажу;
- місце продажу;
- термін погашення;
- дату подання звітності за результатами емісії;
- фактичний обсяг емісії;
- відомості про обмеження, що стосуються цінних паперів цієї емісії.

У безпаперовій формі можуть випускатись тільки іменні цінні папери.

Іменні цінні папери, якщо в них спеціально не вказано, що вони не підлягають передачі, передаються з допомогою повного індосаменту (передавального запису, який засвідчує перехід прав до іншої особи). Щодо іменних цінних паперів ведеться система реєстру власників.

Цінні папери на пред'явника обертаються вільно.

Можливі й інші різновиди цінних паперів, які зазначені в умовах випуску.

### **Схема первинного розміщення цінних паперів**

Процес первинного розміщення складається з кількох етапів, які можуть різнитися для різних видів та умов випуску цінних паперів. Ці етапи:

- 1) прийняття емітентом рішення про випуск цінних паперів;
- 2) реєстрація інформації про випуск цінних паперів та організація передплати на цінні папери (відкрите розміщення) або оформлення розміщення цінних паперів серед конкретних осіб (закрите розміщення);
- 3) підбивання підсумків передплати або розміщення цінних паперів;
- 4) реєстрація випуску цінних паперів;
- 5) видача цінних паперів власникам та (або) реєстрація власника в системі реєстру власників іменних цінних паперів емітента.

Цінний папір починає своє повноправне існування тільки після державної реєстрації випуску. За додаткових випусків цінні папери можуть розповсюджуватись серед власників перших випусків.

Розглянемо етапи первинного розміщення детальніше.

**Рішення про випуск цінних паперів** За даними Міністерства статистики України у період з 1 січня 1993 року по 1 листопада 1995 року в Україні випущено недержавних цінних паперів загальною номінальною вартістю 85 939 751 млн.крб., у тому числі:

- акцій — 40,6%;
- облігацій — 0,1%;
- векселів — 7,9%;
- ощадних сертифікатів — 37,3%;
- інших видів цінних паперів — 14,1%.

Найпопулярнішими цінними паперами є акції, які є і найефективнішим засобом залучення додаткових коштів в економіку.

Зміни в обсягах випуску різних видів цінних паперів в Україні протягом 1994 — 1996 рр. показано в табл. 9.1.

Таблиця 9.1\*

**ДИНАМІКА РОЗПОДІЛУ ЕМІСІЇ ЦІННИХ ПАПЕРІВ  
у 1994–1996 рр.**

Обсяг емісії						
Вид цінного паперу	1994 р.		1995 р.		1996 р.	
	млн грн.	%	млн грн.	%	млн грн.	%
Акції	57	19,91	776,4	45,26	3439,92	74,47
Векселі	43	15,02	53,5	3,12	228,20	4,94
Ощадні сертифікати	162	56,58	622,7	36,30	395,04	8,55
Інші цінні папери	24,3	8,49	262,8	15,32	555,75	12,03

Наведені дані свідчать про те, що питома вага акцій у загальному обсязі емісії значно зросла у 1996 році. Це сталося, здебільшого, завдяки зростанню темпів приватизації і перетворенню колишніх державних підприємств на акціонерні товариства.

**Акції**

\* За даними Міністерства статистики України (1996, п.6.).

Акції випускаються однакової номінальної вартості у розмірі статутного фонду акціонерного товариства або всієї вартості майна державного підприємства (у разі перетворення його на акціонерне товариство).

**Рішення про випуск акцій** приймається:

◆ за організації нового акціонерного товариства чи реорганізації старого підприємства в акціонерне товариство, в тому числі через приватизацію;

◆ додаткових випусків акцій акціонерним товариством.

Відповідно до закону «Про цінні папери і фондову біржу», для того, щоб акціонерне товариство було створено, оголошується відкрита передплата на акції. За відкритої передплати на акції засновники протягом 2-х років повинні володіти акціями на суму не менше 25% статутного фонду.

Встановлено певний порядок збільшення чи зменшення статутного фонду товариства, коли загальні збори акціонерів приймають рішення про збільшення статутного фонду додатковою емісією. Рішення про збільшення статутного фонду на 1/3 може також прийняти правління за умови, що це передбачено статутом. Акціонерне товариство може випускати додаткові емісії, коли всі раніше випущені акції повністю оплачені не нижче їхньої номінальної вартості.

Збільшення статутного фонду може здійснюватися:

- випуском нових акцій;
- обміном (конверсією) облігацій на акції;
- збільшенням номінальної вартості акцій.

Привілейовані акції не можуть бути випущені на суму понад 10% статутного фонду акціонерного товариства.

Акціонерне товариство може і зменшити свій статутний фонд. Рішення про зменшення статутного фонду приймається в такому самому порядку, що і про його збільшення.

**Рішення про випуск акцій оформляється** окремим протоколом, який повинен обов'язково містити:

- фірмове найменування емітента та його місцезнаходження;
- розмір статутного фонду або вартість основних і оборотних фондів емітента;

- цілі та предмет його діяльності;
- зазначення службових осіб емітента;
- найменування контролюючого органу (аудиторської фірми);
- дані про розміщення раніше випущених в обіг цінних паперів;
- з яким наміром (для чого) випущено акції;
- зазначення категорій акцій;
- кількість іменних акцій та акцій на пред'явника;
- кількість привілейованих акцій;
- загальну суму емісії і кількість акцій;
- номінальну вартість акцій;
- кількість учасників голосування;
- порядок виплати дивідендів;



- строк і порядок передплати акцій та їх оплати;
- строк повернення коштів за відмови від випуску акцій;
- черговість випуску акцій (за випуску їх різними серіями);
- порядок повідомлення про випуск і спосіб розміщення акцій;
- умови розпоряджання акціями;
- права власників привілейованих акцій;
- перелік осіб, котрі мають переважне право на придбання акцій з нової емісії.

Протокол, крім того, може містити й інші відомості щодо випуску акцій, але в будь-якому разі забороняється випуск акцій для покриття збитків, зв'язаних з господарською діяльністю акціонерного товариства.

**За приватизації** державних підприємств зі створенням акціонерних товариств порядок **випуску акцій** має певні особливості. Засновниками приватизованого підприємства можуть бути орган приватизації, відповідне міністерство чи відомство, якому підпорядковане підприємство, колектив підприємства чи спілка орендарів, інші особи, якщо це передбачено планом приватизації.

У результаті приватизації можуть організовуватися тільки відкриті акціонерні товариства. Умови випуску їхніх акцій регулюються відповідним приватизаційним законодавством та планом приватизації.

Придбання акцій відбувається на сертифікатних аукціонах:

- ◆ за приватизаційні цінні папери;
- ◆ за компенсаційні сертифікати;
- ◆ за гроші під час пільгового та відкритого продажу;
- ◆ на умовах інвестиційних конкурсів.

Після завершення процесу приватизації операції з акціями приватизованих підприємств регулюються чинним законодавством щодо цінних паперів.

Приватизація характеризується кількома способами реєстрації випуску акцій та їх розповсюдження. Нині більшість підприємств приватизується через корпоратизацію, коли засновники емітента приймають рішення про перетворення підприємства на відкрите акціонерне товариство. При цьому випуск акцій одразу ж реєструється і розподіляється серед засновників і Фонду державного майна. Після (під час) реєстрації публікується інформація про випуск акцій, а пакет акцій, який належить Фонду державного майна України, продається на сертифікатних чи інших аукціонах за приватизаційні цінні папери чи за гроші. У даній схемі відсутня передплата на цінні папери.

**Облігації** Облігації підприємств випускають підприємства всіх передбачених законом форм власності, об'єднання підприємств, акціонерні та інші товариства. Акціонерні товариства можуть випускати облігації на суму не більше 25% від розміру статутного фонду і лише після повної оплати всіх випущених акцій. Наявні обмеження роблять випуск облігацій непривабливим для підприємств та потенційних інвесторів. Так, у 1995 р. жодне з приватизованих підприємств не випускало

облігацій, а протягом 1996 р. їх було випущено лише на суму 770 тис грн. (що становить 0,02% від загального обсягу емісії).

Деяко інша картина з облігаціями внутрішньої державної позики, які користуються великим попитом на фондовому ринку, але штучні обмеження можливості їх придбання комерційними банками перешкоджають їх ефективному обігу та отриманню значних коштів державою.

Рішення про випуск облігацій внутрішніх державних і місцевих позик приймається відповідно Кабінетом Міністрів України і місцевими Радами народних депутатів.

Рішення про випуск облігацій підприємств, в якому визначається емітент, умови випуску і порядок розміщення облігацій, приймається емітентом і оформляється протоколом. Протокол містить дані про:

- ◆ емітента облігацій;
- ◆ його статутний фонд;
- ◆ господарську діяльність і службових осіб емітента;
- ◆ аудиторську фірму, що його контролює;
- ◆ розміщення раніше випущених цінних паперів;
- ◆ цілі випуску і види облігацій;
- ◆ суму емісії і номінальну вартість облігацій;
- ◆ порядок випуску облігацій та виплати доходів на них.

Згідно із законодавством країн з розвинутою економікою емітенти повідомляють інвесторів про випуск облігацій випуском облігаційного контракту. В ньому знаходиться відображення інформація про умови випуску, час, місце та порядок виплати відсотків і погашення облігацій, права їх власників, майно, яке служить забезпеченням боргових зобов'язань, організацію, що вповноважена представляти інтереси власників цінних паперів, права цієї організації в разі банкрутства емітента, санкції, які можуть бути застосовані до фірми за невиконання нею умов випуску, та інші дані.

Усі інтереси власників облігацій представляють і захищають довірені представники, якими можуть бути комерційні банки або спеціальні довірені компанії, які не залежать від емітента.

На жаль, вітчизняні інвестори — власники облігацій — абсолютно не захищені законодавством від несплати доходів чи банкрутства підприємства. Вони наражаються на великий ризик тому, що не забезпечені ні юридично, ні матеріально.

**Векселі** Для розвитку ринку векселів в Україні доцільно використати досвід Сполучених Штатів Америки, де ринок векселів не розвивався до початку 80-х років, поки не були зроблені три важливі нововведення:

- «реєстрація на пошук»;
- встановлення кредитних рейтингів пропонованих векселів;
- створення ліквідного вторинного ринку векселів.

«Реєстрація на пошук» передбачає реєстрацію кожного випуску векселів із терміном обігу понад 270 днів Комісією з цінних паперів, яка дає змогу за певних умов реєструвати безперервні програми випусків векселів один раз. Крім того, в рамках однієї програми випуску «реєстрація на пошук» забезпечує можливість випуску різних форм векселів.

Середньострокові векселі є незабезпеченими фінансовими інструментами. У зв'язку з цим емітенти таких векселів звертаються до рейтингового агентства, яке визначає відповідний рейтинг нового випуску векселів. Ясна річ, що емітенти заінтересовані у високому рейтингу своїх векселів.

Ліквідний вторинний ринок, на якому провадиться котирування цін на векселі, повинен існувати для того, щоб кожний інвестор знав, що векселі, якими він володіє, можна вільно продати будь-коли.

Первинне розміщення цінних паперів здійснюється передплатою інвесторів на цінні папери, розповсюдженням серед визначеного кола осіб або серед власників попередніх випусків.

### **Розміщення цінних паперів**

**Процедура розміщення цінних паперів нового випуску серед інвесторів інвестиційним банком або брокерською фірмою-посередником називається андерайтинг (від англ. — anderwriting — передплата).**

При цьому інвестиційний банк, як правило, виступає не тільки як гарант розміщення, а й як фінансовий консультант. Він також може сприяти оцінюванню доцільності публічного пропонування цінних паперів.

Цінні папери можуть пропонуватись для закритого та відкритого розміщення.

Під **відкритим розміщенням** розуміють те, що коло власників обмежується тільки кількістю цінних паперів і заздалегідь визначити, хто їх придбає, неможливо.

За **закритого розміщення** цінні папери розповсюджуються у наперед визначеному колі юридичних та фізичних осіб. Як правило, це засновники акціонерного товариства. Процеси закритого та відкритого розміщення мають певні особливості.

За закритого розміщення не проводиться відкритої передплати на цінні папери, склад майбутніх власників визначається в момент прийняття рішення про випуск цінних паперів. Статут емітента або умови випуску, як правило, впроваджують різні обмеження стосовно обігу цінних паперів, а саме: обмежене коло осіб, яким можуть передаватись цінні папери, та наявність згоди емітента (інших власників) на проведення операції.

У разі, коли всі акції акціонерного товариства розподіляються між засновниками, вони повинні внести до дня скликання установчих зборів не менше 50% номінальної вартості акцій.

Якщо цінні папери пропонуються для відкритого продажу, то емітент повинен зареєструвати інформацію про випуск цінних паперів, опублікувати її у друкованих органах Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України і в офіційному виданні фондової біржі не менше ніж за 10 днів до початку передплати. Розміщення цінних паперів, що пропонуються для відкритого продажу, починається не раніше ніж через 30 днів після опублікування оголошення про їх випуск.

В оголошенні, крім повного найменування емітента, має бути інформація про предмет, цілі і строки діяльності; склад засновників; дату проведення установчих зборів; розмір статутного фонду; номінальну вартість цінного паперу, кількість цінних паперів за видами; строки початку і кінця передплати; метод обчислення і строк виплати відсотків.

Строк відкритої передплати не може перевищувати 6 місяців.

Особи, які бажають придбати акції, повинні внести на рахунок засновників не менше 10 відсотків вартості акцій, які вони передплатили. Засновники видають їм письмове зобов'язання продати відповідну кількість акцій.

Передплата на акції припиняється через 6 місяців після оголошення. Якщо до того часу не вдалося покрити передплатою 60 відсотків акцій, акціонерне товариство вважається незаснованим. Засновники повинні повернути отримані під час передплати кошти протягом 30 днів.

У разі створення акціонерного товариства особи, які передплатили акції, мають сплатити до дати проведення установчих зборів з урахуванням попереднього внеску не менше 30 відсотків номінальної вартості акцій. Повну вартість акцій акціонер повинен сплатити у термін, визначений установчими зборами, але не пізніше одного року після реєстрації товариства.

Додаткові випуски можуть розміщуватись так само, як і первинні, а також безкоштовною передачею власникам попередніх випусків при виплаті доходу цінними паперами та при індексації статутного фонду. Статутом чи рішенням повноважного органу емітента можуть бути встановлені й інші умови додаткових випусків. При розміщенні додаткових випусків акцій акціонери користуються переважним правом на їх придбання.

**Підбиття підсумків розміщення**

Після закінчення строку відкритого продажу цінних паперів емітент подає у Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку звіт про наслідки випуску цінних паперів. Звіт повинен містити таку інформацію:

- ◆ дати початку і закінчення відкритого продажу цінних паперів;
- ◆ фактичну ціну реалізації цінних паперів;
- ◆ кількість реалізованих цінних паперів;
- ◆ загальну вартість реалізованих цінних паперів у порівнянні із запланованою;
- ◆ для акцій — розподіл коштів на статутний фонд і додаткові власні кошти;
- ◆ види винагород, виплачені торговцям цінними паперами.

Звіт про наслідки випуску цінних паперів підписується емітентом і торговцем цінними паперами (якщо емітент користується його послугами) і засвідчується аудиторською організацією.

У разі створення акціонерного товариства мають бути скликані *установчі збори*.

*Законодавство України регламентує строки і порядок проведення установчих зборів товариства: не пізніше двох місяців з дня завершення передплати на акції.*

*Збори визнаються правомочними, якщо участь у них беруть особи, які передплатили понад 60 відсотків акцій.*

*Цінні папери нового випуску підлягають обов'язковій реєстрації.*

## **9.2. РЕЄСТРАЦІЯ ЕМІСІЇ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Порядок реєстрації цінних паперів обумовлений законом України «Про цінні папери і фондову біржу».

Реєстрація випуску цінних паперів має бути проведена не пізніше ніж за 30 днів з моменту подачі заявки з доданням необхідних документів:

- заяви про реєстрацію цінних паперів;
- засвідченої копії протоколу рішення про випуск цінних паперів;
- нотаріально засвідченої копії статуту емітента, зразка бланка цінного паперу, сертифіката іменного цінного паперу;
- підтверджених аудитором балансу, звіту про фінансові результати та їх використання, довідки про фінансовий стан за останній повний фінансовий рік;
- копії свідоцтва про державну реєстрацію акціонерного товариства.

Реєстрація випуску цінних паперів або інформація про їх випуск не може вважати гарантією вартості цих цінних паперів.

Емітент має право на випуск цінних паперів з моменту реєстрації їх випуску та надання реєстраційного номера Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Після реєстрації випуску цінних паперів емітенту видається Свідоцтво, яке є підставою для придбання бланків цінних паперів або для їх друкування.

За безпаперового випуску цінних паперів емітент після реєстрації повинен оформити та розмістити глобальний сертифікат в одному з локальних депозитаріїв. Глобальні сертифікати зберігаються у локальних депозитаріях постійно з обов'язковим коригуванням у разі зміни номінальної вартості цінних паперів.

Емітенту може бути відмовлено у реєстрації інформації про випуск цінних паперів. Підстави для відмови:

- невідповідність умов випуску цінних паперів чинному законодавству;
- неповнота інформації про випуск цінних паперів або її невідповідність вимогам законодавчих актів;
- невідповідність фінансово-економічного стану емітента таким вимогам: беззбитковість протягом останніх трьох років; відсутність заборгованості кредиторам і по платежах у бюджет; відсутність повністю оплаченого статутного фонду.

Після реєстрації випуску цінних паперів емітент має право замовити виготовлення бланків цінних паперів. Потім, за результатами розміщення емітент видає:

- ◆ власникам цінних паперів, що випущені в паперовій формі, — бланки чи інші сертифікати;

- ◆ власникам цінних паперів, що випущені в безпаперовій формі, — виписку з реєстру.

Загальний реєстр випуску цінних паперів ведеться Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Акції можуть бути видані одержувачу (покупцю) тільки після повної оплати їх вартості.

### **Оплата цінних паперів**

Цінні папери оплачуються в гривнях, іноземній валюті (у випадках, передбачених статутом акціонерного товариства), або передачею майна.

Незалежно від форми оплати вартість цінного паперу виражається в гривнях.

Підприємства можуть купувати цінні папери за рахунок коштів, що надходять у їх розпорядження після сплати податків та відсотків за банківський кредит.

Акції купують: за створення акціонерного товариства — на підставі договору з його засновниками; за додаткового випуску акцій у зв'язку із збільшенням статутного фонду — на підставі договору з товариством.

Облігації всіх видів можуть бути придбані громадянами лише за рахунок їхніх особистих коштів.

Права та обов'язки щодо цінних паперів виникають з моменту їх передачі емітентом або вповноваженою ним особою покупцю.

### **Розірвання договору за первинного розміщення**

У разі, коли особа купила цінні папери до опублікування інформації про зміни в господарській діяльності емітента, що впливають на вартість цінних паперів або розмір доходу від них, можна протягом 15 днів з моменту публікації цієї інформації розірвати договір в односторонньому порядку.

У разі розірвання договору емітент зобов'язаний, на вимогу названої особи, відшкодувати їй витрати і можливі збитки, зв'язані з передплатою або купівлею цінних паперів.

Емітент у разі невиконання умов передплати на цінні папери зобов'язаний повернути передплатникам на їх вимогу всі одержані від них кошти зі сплатою відсотків за весь строк їх утримання.

Емітент несе відповідальність за відшкодування збитків, завданих недостовірною інформацією про цінні папери.

Особа, що передплатила акції, має право вимагати повернення їй сплаченої частки вартості акцій також у випадку порушення строку скликання установчих зборів.

## **Корпоративні операції**

Емітент має право у випадках, передбачених чинним законодавством, змінити умови випуску цінних паперів, а саме: строк їх анулювання, номінальну вартість, вид тощо. Ці операції, які стосуються або всього випуску цінних паперів, або його частини, і зв'язані з анулюванням, дробленням, консолідацією та конвертацією іменних цінних паперів, називаються **корпоративними**.

**Конвертація цінних паперів** — це переведення цінних паперів одного виду або форми випуску в інший вид (форму випуску), що здійснюється за рішенням відповідного органу управління емітента або згідно із зареєстрованим проспектом емісії. Як правило, конвертація відбувається, коли в умовах випуску емітент вказує, що через певний термін цінні папери можуть бути обмінені на інші. Поширеними є випадки, коли емітент випускає облігації чи привілейовані акції, які потім інвестори можуть обміняти за пільговим курсом на акції з правом голосу.

**Консолідація цінних паперів** — зменшення загальної кількості цінних паперів випуску відповідно до заданого коефіцієнта з одночасним пропорційним збільшенням їх номінальної вартості. Операція консолідації не змінює сумарної номінальної вартості цінних паперів даного випуску. Емітенти користуються консолідацією для зменшення кількості цінних паперів та зменшення обсягу робіт для обслуговування їхнього обігу. Зважаючи на невеликі номінали акцій підприємств, створених у процесі приватизації, операції консолідації в Україні в майбутньому наберуть масового характеру.

**Дроблення цінних паперів** — зменшення номінальної вартості цінних паперів даного випуску діленням на визначений уповноваженим органом емітента коефіцієнт дроблення, коли сумарна номінальна вартість цінних паперів даного випуску не змінюється. Цінні папери дроблять, як правило, для підвищення їх ліквідності та залучення дрібних інвесторів. За дроблення курси цінних паперів мають тенденцію до підвищення.

Емітент має право, крім випадків, обумовлених чинним законодавством або умовами емісії, викупити свої емітовані цінні папери. Умови анулювання цінних паперів, тобто припинення їх існування, є різними для різних видів цінних паперів.

Оскільки акції є безстроковими цінними паперами, то вони можуть бути анульовані тільки після їх викупу акціонерним товариством чи у разі припинення існування товариства. Викуплені акції мають бути продані чи анульовані у строк не більший за один рік.

Порядок викупу облігацій всіх видів, крім цільових, визначається при їхньому випуску. Облігації, як правило, є строковими і автоматично погашаються в обумовлений строк чи в окремо вказаний емітентом термін.

Рішення про здійснення корпоративних операцій з емітованими цінними паперами приймаються органами управління емітента відповідно до їх компетенції та фіксуються Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку, які підтверджують реєстрацію зміни умов емісії іменних цінних паперів.

## ОБІГ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

**Ключові поняття і терміни:** вторинний ринок цінних паперів; Українська фондова біржа; Центральний депозитарій цінних паперів; кліринговий банк; лістинг; делістинг; котирування; курс цінних паперів; касові операції на строк; операції з опціоном; брокерські контори; позабіржовий (дилерський) ринок цінних паперів.

### 10.1. ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВИХ БІРЖ

**Становлення  
біржової  
діяльності  
в Україні**

Хоч угоди купівлі-продажу цінних паперів можуть укладатися в різних місцях, значна їх частка укладається у стінах *фондових бірж* — спеціалізованих організацій, які об'єднують професійних учасників ринку цінних паперів у одному приміщенні для проведення торгів, створюють умови для концентрації попиту й пропонування та підвищення ліквідності ринку в цілому.

Законодавство різних країн з розвинутою ринковою економікою по різному трактує правовий статус цього інституту. Наприклад, у Франції біржа має статус основного ринку цінних паперів, поза біржею операції з цінними паперами законодавство забороняє. В інших країнах, наприклад, у США, Великобританії фондова біржа — лише невелика частка вторинного ринку цінних паперів, але така, що створює чіткі організаційні основи для всього обороту цінних паперів.

Український біржовий фондовий ринок виник одночасно з початком функціонування Київської біржі, що існувала з 1869 по 1914 рік. Вона була за своїм статусом товарною (цукровою), але здійснювала операції і на фондовому ринку.

Водночас жодна провінційна біржа не могла офіційно відкрити навіть фондовий відділ. Такий відділ діяв лише в столичній Санкт-Петербурзькій біржі, його котирування були обов'язковими для операцій на всіх провінційних біржах, а діяльність відділу суворо контролювалася Міністерством фінансів царської Росії.

У роки непу фондові операції на ринку відновилися, а при українських товарних біржах почали працювати фондові відділи. Найзначніший обіг цінних паперів спостерігався на Харківській біржі, але й у Києві в 1928–1930 роках обіг державних паперів був досить значним. 1930 року біржі в СРСР остаточно припинили свою діяльність.



Повернення до ринкових відносин розпочалося саме з відновлення діяльності товарних бірж. У 1989–1990 роках спостерігався справжній біржовий бум. В Україні у 1991 році діяло близько 60 товарних бірж, що на початковому етапі становлення національного ринку мало певне позитивне значення.

Перша *Українська фондова біржа*, яка стала серцевиною національного ринку цінних паперів, розпочала практичну діяльність 2 січня 1992 року. Крім неї, на фондовому ринку цінних паперів діють:

- Київська міжнародна фондова біржа (КМФБ);
- Українська міжбанківська валютна біржа (УМВБ);
- Донецька фондова біржа (ДФБ).

Діяльність торговців на цих біржах у 1996 році характеризується такими показниками (табл.10.1).

Таблиця 10.1

**ОБСЯГИ УГОД НА ФОНДОВИХ БІРЖАХ  
за 1996 рік**

Назва біржі	Кількість угод		Кількість проданих цінних паперів		Обсяг продажу	
	Шт.	в % до загальної кількості	Шт.	в % до загальної кількості	тис.грн.	в % до загального обсягу
УФБ	1145	39,95	193 016 177	98,91	31 610,42	70,15
КМФБ	6	0,21	745 554	0,38	90,53	0,20
ДФБ	16	0,56	814 642	0,42	172,19	0,38
УМВБ	1699	59,28	563 476	0,29	13 188,52	29,27
<b>Усього:</b>	<b>2866</b>	<b>100,00</b>	<b>195 139 849</b>	<b>100,00</b>	<b>45 061,66</b>	<b>100,00</b>

Ураховуючи світову практику, **Закон України «Про цінні папери і фондову біржу»** оголошує фондову біржу акціонерним товариством, яке має бути створене не менше ніж 20-ма засновниками.

**УФБ** — акціонерне товариство, що налічує 105 акціонерів, якими є виключно юридичні особи і між якими розподілено 222 акції. Ціна акції АТ «УФБ» — 65 тисяч доларів США [29, с.88].

У світовій практиці існують два варіанти створення фондових бірж, які умовно можна назвати «**брокерським**» і «**банківським**».

За першим (США) на біржовий ринок цінних паперів допускаються лише торговці цінними паперами — брокери, а комерційним банкам «вхід» на біржу заборонений.

За другим (Франція, Німеччина) — навпаки — банки є найважливішими суб'єктами біржової торгівлі цінними паперами.

В Україні на час створення фондової біржі існувала розвинута система комерційних банків, а про інші різновиди інвестиційних посередників та мережу брокерських контор мови ще не було. Тому саме комерційні банки активно підтримали ідею створення УФБ, а банківські фахівці, створивши спеціалізовані підрозділи для операцій з цінними паперами та інвестиціями, підключилися до роботи ініціативної групи.

У день реєстрації УФБ, 29 жовтня 1991 року (дата реєстрації її Статуту, яка була проведена Кабінетом міністрів України) кількість засновників становила 29, з них 21 — комерційні банки України.

Керівництво біржею здійснює Міністерство фінансів України.

Основне, що відрізняє фондову біржу від інших ринкових інститутів, це некомерційний характер її діяльності. Основна мета цієї організації полягає у створенні найсприятливіших умов для широкомасштабної та ефективної торгівлі цінними паперами. Доходи біржі обмежуються сумами, необхідними для забезпечення її нормального функціонування та розвитку, і не використовуються для виплати дивідендів суб'єктам, які внесли свої кошти до статутного капіталу біржі. Тому членами біржі стають лише ті суб'єкти, що професійно займаються діяльністю з цінними паперами, оскільки ця організація може сконцентрувати в своїх стінах численні замовлення, що надходять зовні на купівлю та продаж високоліквідних цінних паперів. Завдяки цьому стає можливим швидко укладати угоди за цінами, що відображають кон'юнктуру представницького ринку.

**Фондова біржа**, як свідчить світова практика, — це **вторинний ринок цінних паперів**. Проте своєрідна економічна ситуація, що склалася в Україні, вимагає від неї виконання не лише функцій організації та місця проведення торгів цінними паперами, а й виконання ряду функцій також у політичній, соціальній та морально-психологічній сферах суспільного життя.

До основних функцій фондової біржі можна віднести такі.

#### **В економічній сфері:**

◆ Прискорення обігу надлишкового капіталу у вигляді цінних паперів, його акумуляцію для інвестицій у виробничу та соціальну сфери.

◆ Переміщення капіталу з однієї галузі в інші — найефективніші чи соціально значущі.

◆ Акумуляція вільних коштів населення, їх тимчасове вилучення з обігу, що стримує інфляційні процеси, сприяє стабілізації державного бюджету, уможливило залучення коштів приватних осіб для інвестицій.

◆ Регулювання обігу цінних паперів котируванням, зміною курсу, ринкової вартості.

◆ Відтворення дійсної вартості основних виробничих фондів, рентабельності того чи іншого підприємства.

### **У політичній сфері:**

◆ Сприяння становленню економічної самостійності, яка є головною опорою незалежності держави.

◆ Сприяння створенню справжньої ринкової економічної системи, що є необхідною передумовою розбудови демократичного суспільства.

◆ Прискорення інтеграційних процесів входження України до світового співтовариства.

◆ Вихід через фондову біржу національного капіталу на світовий ринок з допомогою розповсюдження серед іноземних інвесторів акцій та інших цінних паперів українських підприємств, а відтак — інвестування іноземного капіталу (через цінні папери) в економіку України.

### **У соціальній сфері:**

◆ Акумуляція капіталу, в тому числі і вільних коштів населення, для інвестування як у виробничу, так і в соціальну сферу.

◆ Створення нових робочих місць завдяки переміщенню капіталу та інвестуванню.

### **У морально-психологічній сфері:**

◆ Формування в населення ринкової психології, нового економічного мислення та поведінки.

◆ Створення в суспільстві відповідної морально-психологічної атмосфери, формування довіри до цінних паперів та до операцій з ними.

◆ Запобігання виникненню на ринку цінних паперів зловживань, шахрайства, кримінального середовища.

### **Правові основи створення і діяльності фондової біржі**

Правову основу діяльності фондової біржі становить **Закон України від 18 червня 1991 р. «Про цінні папери і фондову біржу»**, інші акти законодавства України, **статут та правила фондової біржі**.

Основні принципи діяльності та перспективні напрями розвитку Української фондової біржі розкриває **«Концепція функціонування і розвитку ринку капіталів в Україні»**.

«Діяльність біржі спрямована на створення в Україні централізованого ринку цінних паперів, який підлягає державному регулюванню і характерними ознаками якого мають бути котирування цінних паперів, ліквідність, гласність ринкової інформації з метою задоволення запитів кожного вкладника, довіра з боку широких верств населення» [14].

Фондова біржа набуває прав юридичної особи з моменту її реєстрації Кабінетом Міністрів України.

**Статут та правила фондової біржі затверджуються її вищим органом — зборами акціонерів.**

У статуті фондової біржі визначається:

- ◆ найменування і місцезнаходження фондової біржі;
- ◆ найменування і місцезнаходження засновників;
- ◆ розмір статутного фонду;

- ◆ умови і порядок прийняття і виключення з членів фондової біржі;
- ◆ права та обов'язки членів фондової біржі;
- ◆ організаційна структура фондової біржі;
- ◆ компетенція і порядок створення керівних органів фондової біржі;
- ◆ порядок і умови відвідування фондової біржі;
- ◆ порядок і умови застосування санкцій, встановлених фондовою біржею;

- ◆ порядок припинення діяльності фондової біржі.

У статуті можуть передбачатись інші положення, що стосуються створення і діяльності фондової біржі.

**Правила фондової біржі** є локальним нормативним актом, що регламентує діяльність фондової біржі, зв'язану з торгівлею цінними паперами. У зв'язку з цим правила мають передбачати:

- ◆ види угод, що укладаються на фондовій біржі;
- ◆ порядок торгівлі на фондовій біржі;
- ◆ умови допуску цінних паперів на фондову біржу;
- ◆ умови і порядок передплати на цінні папери, що котируються на фондовій біржі;
- ◆ порядок формування цін біржового курсу та їх публікації;
- ◆ обов'язки членів біржі щодо ведення обліку та інформації, внутрішній розпорядок роботи комісій фондової біржі, порядок їх діяльності;
- ◆ систему інформаційного забезпечення фондової біржі;
- ◆ види послуг, що надаються фондовою біржею, і розмір плати за них;
- ◆ правила ведення розрахунків на фондовій біржі;
- ◆ інші положення, що стосуються діяльності фондової біржі.

Крім названих, серед найважливіших нормативних актів КФБ слід згадати також «Положення про Біржову раду», «Положення про правління біржі», «Положення про котирувальну комісію», «Положення про спеціалістів біржі», «Положення про дисциплінарний суд», «Положення про Центр термінових угод Української фінансової біржі», «Тимчасові правила торгівлі терміновими контрактами в центрі термінових угод УФБ», «Положення про відкриті торги з продажу кредитних ресурсів на УФБ», «Положення про валютні аукціони і торги», примірний статут брокерської (дилерської) контори, «Положення про брокерські місця Української фондової біржі».

Ознайомлення із вищеназваними нормативними актами допоможе суб'єктам ринку при здійсненні операцій з цінними паперами уникнути помилок та застерігатиме їх від дій, що загрожують фінансовим крахом і клієнтам, і брокерам.

Законодавство України передбачає також особливі умови припинення діяльності фондової біржі. Її діяльність припиняється у тому разі, коли кількість членів біржі буде меншою 10-ти. Якщо у фондовій біржі залишиться 10 членів, її діяльність припиняється, коли нових членів не буде прийнято протягом шести місяців.

Оскільки фондова біржа є акціонерним товариством, її діяльність припиняється в порядку, передбаченому законодавством України про господарські товариства.

### **Організаційні засади функціонування фондових бірж**

У «Концепції функціонування і розвитку ринку капіталів в Україні» сказано, що «...централізований фінансово-фондовий ринок України повинен складатися з трьох провідних елементів: єдиної національної фондової біржі; єдиного клірингового банку, а також єдиного Центрального депозитарію» [14].

Для спрощення процедури передачі цінних паперів від одного власника до іншого, збільшення гарантій для власників цінних паперів щодо обліку прав на цінні папери та їх зберігання має бути створена Національна депозитарна система, діяльність якої регулюватиметься Законом «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні».

Депозитарій створено як підрозділ УФБ. Згодом, якщо це відповідатиме інтересам його учасників та інвесторів, він може стати незалежним інститутом.

**До операцій у Депозитарії допускаються** цінні папери, що вже допущені до офіційного котирування на Українській фондовій біржі, папери, які котируються на позабіржовому ринку, а також інші цінні папери, які допускаються до операцій у Депозитарії за рішенням Біржової ради УФБ.

**Учасниками Депозитарію** мають право бути:

- ◆ усі брокерські контори УФБ, які одержали дозвіл Міністерства фінансів України на здійснення діяльності з випуску та обігу цінних паперів;

- ◆ держателі рахунків, які мають право відкривати інвесторам рахунки в цінних паперах і одержали дозвіл Міністерства фінансів на здійснення діяльності з випуску та обігу цінних паперів;

- ◆ усі емітенти, але тільки по тих цінних паперах, які випущені ними;

- ◆ інші установи, які можуть подати прохання про прийняття їх як учасників депозитарію.

Які ж **переваги** мають депозитарні рахунки цінних паперів та наступний їх безготівковий обіг?

По-перше, заощаджуються кошти, які були б витрачені на випуск цінних паперів у готівковій (паперовій) формі.

По-друге, спрощується первинне розміщення та наступний обіг цінних паперів.

По-третє, гарантується безпека інвесторам, оскільки повністю виключається ризик втрати або підробки цінних паперів.

По-четверте, ці рахунки дають змогу в чотириденний строк проводити розрахунки по угодах з цінними паперами, які укладаються на УФБ.

По-п'яте, значно спрощується виплата дивідендів, відсотків та проведення інших операцій емітента з цінними паперами.

Іншим важливим учасником централізованої системи електронного обігу цінних паперів є **Кліринговий банк**, який здійснює кліринг операцій з цінними паперами.

**Кліринг** у загальному розумінні — це система безготівкових розрахунків за товари, цінні папери, послуги, що ґрунтується на врахуванні банками взаємних вимог і зобов'язань.

Спеціалізовані банки, що здійснювали платежі по угодах, існували при біржах завжди. Їхня необхідність зумовлювалась насамперед тим, що біржа — не банківська установа, вона є тільки місцем проведення торгів, котирування та реєстрації угод. Депозитарій також позбавлений права виконувати банківські функції — він лише здійснює збереження й облік цінних паперів та фіксує їх переміщення. Таким чином, для повного завершення угоди, тобто переміщення грошей з рахунку на рахунок, необхідний банк, в якому відкриті рахунки учасників угоди.

Отже, Кліринговий банк обслуговує грошові розрахунки між учасниками біржових угод за системою «оплата проти поставки». Оплата за цінні папери здійснюється одночасно з передачею паперів, а переказ платежу має відбутися щонайпізніше наприкінці дня, визначеного для виконання угоди.

Будь-яка торговельна угода обов'язково здійснюється за посередництвом Клірингового банку та Депозитарію. Саме ці установи беруть на себе зобов'язання щодо переміщення цінних паперів і грошей між торговцями-професіоналами.

Крім розглянутих інститутів, *функціонування* централізованого ринку цінних паперів *неможливе без брокерських контор (брокерів), банків-брокерів*, які «...ведуть рахунки клієнтів у цінних паперах і грошових коштах, здійснюють біржові угоди з купівлі-продажу та інші біржові операції з цінними паперами»[14].

Брокерська контора в Україні створюється, як правило, у формі товариства з обмеженою відповідальністю.

Брокерською конторою УФБ є господарське товариство, яке має дозвіл Міністерства фінансів України на здійснення діяльності з цінними паперами, є членом УФБ, власником брокерського місця УФБ чи орендарем брокерського місця УФБ та зареєстроване на УФБ.

***Брокерська контора має право:***

— укладати біржові угоди з купівлі-продажу цінних паперів від свого імені і за свій рахунок, а також від імені та за рахунок осіб, які не мають права на укладання угод на біржі;

— користуватися всіма видами послуг, що надаються біржею;

— виконувати інші види правочинних дій, що супроводжують угоду.

***Брокерська контора зобов'язується:***

— виконувати вимоги біржі, що випливають із чинних нормативних документів УФБ;

— своєчасно та в повному обсязі вносити встановлені біржею комісійні збори і плату за послуги;

— здійснювати свої права через офіційного представника-брокера, кандидатура якого погоджується з біржею.

Централізована модель ринку передбачає необхідність для брокерських контор стати прямими учасниками Центрального депозитарію цінних паперів і відкрити рахунки у Кліринговому банку.

Головним агентом брокерської контори є **брокер**, який укладає угоди (біржові контракти) між покупцями та продавцями товарів, цінних паперів, валют, інших цінностей на фондових і товарних біржах.

Брокер здійснює біржові операції за дорученням та за рахунок клієнтів, отримуючи за посередництво певну плату (брокерську комісію).

Права та зобов'язання брокера визначені в «Правилах УФБ»:

**Брокер зобов'язаний:**

— укладати угоди купівлі-продажу цінних паперів згідно з чинним законодавством та нормативними документами УФБ;

— дотримуватися порядку та умов розрахунків, беручи до уваги рівень цін при котируванні, кон'юнктуру ринку цінних паперів, розпорядження та вказівки керівних органів біржі щодо регулювання біржових угод;

— оформляти угоди складанням брокерської записки та біржового контракту з обов'язковим зазначенням у них усіх основних умов угоди, порядку розрахунків, а також розміру комісійної винагороди;

— вести облік та реєстрацію біржових угод.

**Брокер має право** на укладання угод купівлі-продажу цінних паперів:

\* за наявності ліцензії біржі на право проведення біржових операцій;

\* письмового зобов'язання про дотримання чинних нормативних документів УФБ.

**Брокер не має права:**

\* використовувати інформаційні канали та біржову інформацію для укладання позабіржових угод;

\* приймати доручення, накази, вказівки, якщо їх умови явно не відповідають кон'юктурі ринку чи суперечать правилам біржової торгівлі;

\* користуватися непоінформованістю сторін, що беруть участь в укладанні угод, вводити їх в оману недостовірною інформацією про стан ринку;

\* укладати угоди від свого імені, за свій рахунок.

Отже, саме завдяки наявності інституту посередників, брокерів, які наділені певними повноваженнями та обов'язками, біржовий сектор фондового ринку гарантований від хаосу та зловживань.

## 10.2. ПОРЯДОК ТОРГІВ НА УКРАЇНСЬКІЙ ФОНДОВІЙ БІРЖІ

### Допуск цінних паперів на біржу

На фондовій біржі обертаються цінні папери акціонерних товариств чи інших емітентів, які пройшли біржову експертизу і включені у біржовий список (лістинг).

**Лістинг** — це допуск цінних паперів до обігу і котирування на фондовій біржі на основі їх економічної експертизи, маркетингу — вивчення попиту та пропонування, а також котирування — визначення біржових курсів.

Так, наприклад, для того щоб потрапити у біржовий список Нью-Йоркської фондової біржі, корпорація повинна подати аудиторський (фінансовий) звіт за останній рік та іншу детальну інформацію, в тому числі і таку, що підтверджує широке розповсюдження її акцій. Крім того, на біржі встановлено ряд мінімальних кількісних стандартів, показникам яких має відповідати кандидат на лістинг.

До торгів на Українській фондовій біржі допускаються цінні папери, що задовольняють вимоги чинного законодавства України, зареєстровані у Міністерстві фінансів України та внесені у біржовий реєстр.

Внесення цінних паперів до біржового реєстр здійснюється за рішенням Котирувальної комісії біржі, яке приймається на підставі ретельної експертизи фінансово-економічного та матеріально-технічного стану емітента, його виробничої бази тощо.

Лише державні цінні папери вносяться у біржовий реєстр без проведення експертної оцінки, оскільки гарантом таких цінних паперів є сама держава.

Процедура лістингу на УФБ визначається **положенням про допуск у договори про підтримання лістингу** між емітентом та фондовою біржею. Відповідно до зазначеного Положення до обігу (купівлі-продажу) на УФБ можуть допускатися такі цінні папери:

① Державні облигації України та інших країн світу, а також державних органів і органів місцевої адміністрації України.

② Казначейські та інші державні боргові зобов'язання України й інших країн світу, а також державних органів та органів місцевої адміністрації України.

③ Акції акціонерних товариств відкритого типу другої та наступних емісій (акції, що випускаються за збільшення статутного фонду) для розміщення способом відкритої торгівлі (купівлі-продажу).

④ Акції акціонерних товариств відкритого типу, первинно заснованих у даній організаційно-правовій формі, що пропонуються для обігу (купівлі-продажу) на вторинному ринку (акції, що купуються другим і наступними власниками з України чи інших країн світу).

⑤ Акції акціонерних товариств відкритого типу, що засновані внаслідок реорганізації державних, комунальних та інших громадських підприємств у процесі їх приватизації.

⑥ Акції акціонерних товариств закритого типу, які пропонуються вторинному ринку, за наявності згоди на це більшості акціонерів або вповноважених органів управління цих акціонерних товариств.

⑦ Облігації акціонерних товариств та інших юридичних осіб.

⑧ Депозитні та ощадні сертифікати.



- ⑨ Прості і переказні векселі.
- ⑩ Опціонні сертифікати та інші цінні папери, що засвідчують права їх власників на купівлю чи продаж акцій, облігацій, сертифікатів, векселів тощо.
- ⑪ Іпотеки.
- ⑫ Пайові свідоцтва (сертифікати) членів господарських товариств.
- ⑬ Інші цінні папери за окремим рішенням котирувальної комісії УФБ [31, с.392].

**Яким саме вимогам мають відповідати емітенти, щоб отримати позитивну відповідь про допуск цінних паперів до обігу й котирування на біржі?**

По-перше, мінімальний статутний фонд має становити менше ніж 50 000 мінімальних заробітних плат.

По-друге, мінімальна загальна кількість засновників (акціонерів) має становити не менше 1000 юридичних та фізичних осіб.

По-третє, максимальна номінальна вартість одного цінного паперу не може перевищувати 10 мінімальних зарплат.

По-четверте, мінімальна номінальна вартість одного цінного паперу не може бути нижчою за одну мінімальну зарплату.

По-п'яте, максимальне відношення загальної суми кредиторської заборгованості до сукупних активів має становити 0,3.

По-шосте, максимальна частка статутного фонду, що знаходиться у власності працівників емітента, які не входять до складу органу управління акціонерного товариства, а також працівників виконавчого органу та інших органів управління емітента, не повинна перевищувати 30 відсотків.

По-сьоме, мінімальна середня норма прибутковості (відношення чистого прибутку до сукупних активів) за останні три роки має становити не менше ніж 10 відсотків.

По-восьме, мінімальна сума емісії, що пропонується для допуску, не має бути меншою за 10 відсотків від загальної суми емісії.

Якщо питання вирішується позитивно і цінні папери допускаються до котирування, то з цього моменту між акціонерним товариством чи іншим емітентом та біржею встановлюється тісний взаємозв'язок. Спеціальні спостерігачі (працівники фондової біржі) здійснюють постійний контроль за роботою і фінансовим станом усіх організацій-емітентів, які пройшли процедуру лістингу.

Але коли виникають сумніви щодо фінансово-економічного стану емітента або його платоспроможності, біржа після ретельної перевірки усіх наявних фактів, мусить провести процедуру **делістингу**, тобто вилучити конкретні цінні папери з обігу та котирування.

Отже, лістинг робиться виключно в інтересах інвесторів, які мають бути максимально захищені від фінансових збитків внаслідок банкрутства компанії-емітентів.

## Порядок торгів

Торгівля цінними паперами на фондовій біржі проводиться кількома способами.

Перший — це «**простий аукціон**». За цього способу продавці цінних паперів (до початку торгів) подають свої пропозиції на продаж тих чи інших фондових інструментів, які зазначаються у котирувальному бюлетені. Ці бюлетені розповсюджуються між учасниками торгових сесій, які вступають між собою у змагання за право придбання названих там цінних паперів. Покупцями стають учасники аукціону, що назвали найвищу ціну.

Крім простого аукціону може застосовуватися система **подвійного аукціону**. За такої форми торгів змагання відбувається не тільки між покупцями за право придбати фондові інструменти, а й між продавцями за право реалізувати їх.

У свою чергу, подвійні аукціони можуть існувати або у формі онкольних ринків, або як безперервні аукціони.

У рамках **онкольної системи торгів** протягом певного часу відбувається накопичення **замовлень** на придбання та продаж цінних паперів, на основі яких встановлюються офіційні ціни на кожний вид фондових інструментів. За цими цінами забезпечується виконання ринкових замовлень: замовлення задовольняється, чи навпаки — залишається без виконання.

У випадку, коли цінні папери постійно користуються попитом і постійно пропонуються, використовується система **безперервних аукціонів**. У рамках таких аукціонів замовлення на купівлю чи продаж цінних паперів виконуються негайно після їх надходження.

Безперервний подвійний аукціон застосовується на фондовій біржі, де концентрується велика кількість пропозицій на купівлю і продаж цінних паперів.

Кожна біржа самостійно вибирає свій метод проведення торгів.

Місцем проведення торгів є операційний зал біржі.

Торги різними видами цінних паперів здійснюються в різних місцях операційного залу або в різний час на одному місці.

Брати участь у торгах мають право:

— брокери, що діють на підставі доручень від брокерських контор, відкритих при біржі;

— спеціалісти, що є представниками апарату біржі і ведуть торги та реєструють угоди;

— помічники спеціалістів (не більше двох у кожного спеціаліста);

— юридичні особи, які не є членами біржі, але мають дозвіл Мінфіну України на здійснення операцій з цінними паперами та оплатили разовий чи строковий абонемент з правом укладання угод.

Цінні папери, допущені до торгів на фондовій біржі, проходять котирування.

**Котирування** — це найвища ціна, яку покупець пропонує за цінний папір, і найменша ціна, за якою продавець готовий його продати в даний момент.

Ціна, визначена в угоді щодо цінних паперів, називається **курсом** цінних паперів. Курсова ціна, як правило, є в прямій залежності від доходів [31, с.319] на цінні папери і в обернено пропорційній залежності від позикового відсотку.

На Українській фондовій біржі офіційне котирування здійснюють три котирувальні відділення: два відділення (К-1 і К-2) офіційного котирування, одне відділення (К-3) позаофіційного котирування — вільний ринок.

У першому відділенні знаходяться цінні папери, емітенти яких задовольняють економічним та фінансовим критеріям, що встановлені ВБК, і які регулярно поширюють інформацію про свою діяльність.

У другому відділенні знаходяться цінні папери, емітенти яких не відповідають повністю економічним та фінансовим критеріям, встановленим для цінних паперів відділення К-1. Проте економічне та фінансове становище цих емітентів є задовільним з погляду вимог УФБ. Обов'язки щодо поширення інформації ті самі, як і для відділення К-1.

**Правила реєстрації угод** На фондових біржах світу допускаються до виконання такі **види операцій** з цінними паперами: **касові операції; операції на строк; операції з опціоном; ф'ючерські операції.**

Виходячи з того, що види угод з купівлі-продажу цінних паперів чинним законодавством України на сьогодні не регламентовані, на УФБ використовується світовий досвід торгів з цінними паперами і передбачені такі **види угод: касові, угоди на строк, угоди «за курсом дня», угоди за обмежувальним курсом.**

Ці види угод відповідають вимогам чинного законодавства і, зокрема, вимогам Цивільного кодексу України.

Сутність **касової операції** полягає в тому, що оплата куплених цінних паперів здійснюється негайно або, зважаючи на технічні причини можливої затримки переказів, в установлені стислі строки. Відповідно до «Правил УФБ» розрахунки мають бути здійснені не пізніше четвертого робочого дня, починаючи з наступного за укладенням угоди дня.

Відповідно до операцій «форвард» на товарній біржі, на фондовій відбуваються **операції на строк** з цінними паперами. Передача куплених на біржі цінних паперів і їх оплата проводиться через певний період (як правило, до місяця) за ціною та у строк, що зазначені в угоді, або відповідно до встановленого біржею дня розрахунку за угоди.

Поняття **операцій з опціоном** на фондовій біржі відповідає операціям з опціоном на товарній біржі. Різниця лише в тому, що на товарних біржах опціон виписується на біржові контракти, за якими проводиться торгівля реальним товаром, а на фондовій біржі опціон виписується на різноманітні фондові цінності: акції, боргові зобов'язання, біржові індекси.

Сутність операцій з опціоном полягає в тому, що вони укладаються за принципом угод на строк, але дають можливість відмовитися від зобов'язань, виплативши іншій стороні раніше обумовлену суму.

**Ф'ючерські операції** — строкові угоди на біржах з купівлі-продажу сировинних товарів, золота, валюти, фінансових та кредитних інструментів за фіксованою на момент укладення угоди ціною, але з виконанням операцій через певний проміжок часу [28, с. 282].

Існує кілька позицій, які відрізняють ф'ючерс від опціону:

- ◆ укладання ф'ючерського контракту не є актом купівлі-продажу;
- ◆ розрахунки після закінчення терміну ф'ючерського контакту є обов'язковими;
- ◆ ризик за ф'ючерським контрактом є більш високим.

Укладання угод на купівлю-продаж цінних паперів може здійснюватися на фондовій біржі зареєстрованими у відповідному порядку брокерськими конторами з дотриманням відповідних правил [33, с.90].

◆ Угоди щодо купівлі-продажу цінних паперів складаються за типовою формою на підставі власних записів сторін, здійснених під час торгівлі, і записки спеціаліста, що подається за запитом сторін (сторони).

◆ Відповідальність за оформлення угоди, інформування про суперечки стосовно умов угоди та за реєстрацію угоди покладається на брокера-продавця.

◆ Після підписання угода реєструється у розрахунковому відділі біржі.

◆ Коли між сторонами угоди виникає суперечка стосовно умов угоди, остаточною є умова, зафіксована у записці спеціаліста.

◆ Сторона угоди, що не погодилась з умовами протилежної сторони, підтвердженими запискою спеціаліста, вважається такою, що відмовилась від угоди.

◆ За обопільної незгоди сторін з умовами угоди, викладеними в записці спеціаліста, приймаються умови, погоджені зі сторонами.

◆ За обопільної незгоди сторін з умовами угоди, викладеними в записці спеціаліста, і неможливості досягти згоди між ними, обидві сторони вважаються такими, що відмовились від угоди.

### 10.3. ОРГАНІЗАЦІЯ ПОЗАБІРЖОВОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Торгівля цінними паперами може здійснюватися не тільки у стінах біржі, а й за її межами, на позабіржовому ринку.

Отже, вторинний ринок складається з двох частин: організованого ринку — фондові біржі та неорганізованого — позабіржового «вуличного» (дилерського) ринку.

Значення дилерського ринку в різних країнах різне. У деяких країнах торгівля поза біржею не відіграє суттєвої ролі, в інших її навіть заборонено, наприклад у Німеччині. Водночас у багатьох країнах на дилерському ринку знаходиться значна кількість цінних паперів. Найбільшого розвитку «вуличний» ринок набув у США та Канаді.

На позабіржовому ринку продаються облигації та не включені у біржовий список акції. Ціни на ньому, як правило, встановлюються в ході переговорів між продавцем і покупцем. На цьому ринку посередником є дилер, що виступає як агент в угоді з клієнтом.

Дилери, як правило, спеціалізуються по-різному: одні — торгують акціями, інші — облигаціями корпорацій, ще інші — державними цінними паперами. Вони купують деяку кількість цінних паперів як запас, який потім розпродають, виходячи з ринкової кон'юнктури.

Дилери можуть займати на ринку цінних паперів **довгі і короткі позиції**. Якщо дилер сформував запас цінних паперів з метою наступного перепродажу, то за біржовою термінологією це означає, що він займає **довгу позицію**. Проте в умовах сприятливої ринкової ситуації дилер може продавати цінні папери, навіть не маючи їх на руках. У таких ситуаціях кажуть, що на ринку зайнято **коротку позицію**.

Дилери на «вуличному» ринку можуть здійснювати угоди, домовляючись один з одним навіть по телефону. Якщо угоди здійснюються на доручення клієнта, то останньому надсилається письмове повідомлення, а з рахунку клієнта знімаються гроші і разі купівлі цінних паперів чи списуються цінні папери у разі їх продажу.

Отже, типова операція з цінними паперами виконується за такою схемою: отримавши замовлення від покупця, вповноважений представник інвестиційно-дилерської фірми перевіряє, чи включені замовлені цінні папери в біржовий список. Якщо так — замовлення передається трейдеру — представнику фірми на біржі. Якщо ні — включається механізм «вуличного» ринку.

В Україні вторинний ринок цінних паперів, зокрема «вуличний», має ще досить стихійний характер.

Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» не дає чіткої класифікації фізичних та юридичних осіб — учасників ринку цінних паперів, а особливо посередників на такому ринку. Але законом не забороняється торгівля на дилерському ринку.

У лютому 1996 р. в нашій країні зареєстровано **Позабіржову фондову торговельну систему (ПФТС)** як асоціацію повноправних учасників.

Ідея такої асоціації виникла давно, але втілитися у життя вона змогла лише за проектом USAID щодо розвитку ринків капіталу та з допомогою компанії «Varents group».

Сьогодні ПФТС об'єднує **84 учасники (16 банків, 68 небанківських установ)**, зокрема такі відомі структури на фондовому ринку України, як

«Комекс брок», «Софія-ЦП», «Діком», «Продекспорт», «Кінто», «Рейдер». До асоціації ввійшли також комерційні банки, у тому числі «Україна», Промінвестбанк, Укрінбанк, «Аваль», «Беркомбанк», «Кредит-Дніпро», «Мрія» та ін.

До головного терміналу, який знаходиться у Києві, вже приєдналися брокери Донецька, Харкова, Дніпропетровська. Найближчим часом ПФТС планує приєднати до своєї мережі інші обласні центри України.

ПФТС сьогодні єдина торговельна система, де налагоджений вторинний обіг цінних паперів.

У її лістингу 168 емітентів. Здебільшого котируються акції відкритих акціонерних товариств, які виникли на основі колишніх державних підприємств. В обігу перебувають також цінні папери емітентів, заснованих приватним капіталом.

Крім того, досить активним є вторинний ринок облігацій внутрішньої державної позики.

Однак, незважаючи на те, що в лістингу ПФТС є цінні папери таких відомих емітентів, як «Укррічфлот», банк «Україна», УФГ, цінні папери великих виробничих підприємств, — ліквідних акцій в Україні нині немає, оскільки надто великою є різниця між ціною пропонування та ціною попиту — **спред**. Звичайно, це позначається на ліквідності ринку в цілому. Крім того, сьогодні більшість угод зв'язана зі зміною структури капіталу, а не зі спекуляцією. Іншими словами, заінтересовані інвестори купують великі чи навіть контрольні пакети акцій тільки для того, щоб мати вплив на акціонерне товариство. На ринок такі цінні папери, як правило, більше не повертаються.

Втім, намітились і позитивні для фондового ринку процеси. Торговці все частіше виставляють акції і на купівлю, і на продаж. Зустрічні котирування — дрібенький, але все ж таки це крок до справжнього ринку.

Хоч ПФТС ще не має нині елементарних інститутів, властивих ринкам розвинутих країн, але працює в режимі реального часу. Тобто **угоди укладають у день торгів**. Якщо брокер уводить у систему інформацію про купівлю-продаж цінних паперів, він уже мусить укласти угоду саме за такою ціною. Це і є принцип «поставка проти платежу». У системі нормального ринку це легко робити через депозитарій та кліринговий банк. Але за відсутності таких структур повністю запровадити цей принцип неможливо. Такий механізм в ПФТС тільки розробляється на основі певних банківських операцій.

Головне завдання нині — забезпечити належну динаміку зростання кількості угод у системі.

Зараз ПФТС є однією з найбільш динамічно розвинутих систем фондової торгівлі в Україні (табл.10.1).

Таблиця 10.1

**ІНФОРМАЦІЯ ПРО УГОДИ, УКЛАДЕНІ НА ПФТС**  
з 22.09.96 р. по 22.10.96 р. [ 24 ]

№ п/п	Назва емітента	Обсяг грн.	Загальна кількість, шт.
1.	Бальцем	7476	9345
2.	Банк «Україна»	4700	427 500
3.	Дніпровський річний порт	1750	500
4.	Компенсаційний сертифікат	84050	35000
5.	Лисичанськ	3150	500
6.	Миколаївцемент	33105,6	13794
7.	ОВДП 96-101	4887,84	51
8.	ОВДП 96-МО	19806	220
9.	ОВДП 96-154	8013,56	89
10.	ОВДП 96-164	7159,5	74
11.	ОВДП 96-171	12632	140
12.	Севастопольський пиво-безалкогольний завод	28612,71	61694
13.	Старокраматорський машинобудівний завод	53125	2 125 000
14.	Укррічфлот	1453	566
<b>Усього:</b>		<b>269921,21</b>	<b>2 674 473</b>

Протягом усього періоду діяльності ПФТС було зареєстровано угод на загальну суму \$ 647932.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України «Про цінні папери та фондову біржу»// Державний інформаційний бюлетень про приватизацію\*. — 1993. — №8. — С.21.
2. Закон України «Про приватизаційні папери» // ДІБП. — 1992. — №1. — С.51.
3. Закон України «Про банкрутство»// ДІБП. — 1993. — №4, 5.
4. Закон України «Про податок на прибуток підприємств»// ДІБП. — 1993. — №3.
5. Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України, схвалена постановою Верховної Ради України від 22 вересня 1995 р. // Финансовая Украина. — 1996. — № 4.
6. Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії: Затв. Указом Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55 // ДІБП. — 1994. — №8. — С.8.
7. Про внесення змін і доповнень до Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії: Указ Президента України від 28 березня 1995 р. № 265 // ДІБП. — 1995. — № 5.
8. Про державні товарні облігації матеріальних ресурсів України: Указ Президента України від 7 квітня 1994 р. № 141 // ДІБП. — 1994. — №8.
9. Про випуск та обіг векселів для покриття взаємної заборгованості суб'єктів підприємницької діяльності України: Указ Президента України від 14 вересня 1994 р. № 530 // ДІБП. — 1994.
10. Про компенсацію громадянам України втрат від знецінення заощаджень в установах Ощадного банку України та Укрдержстраху: Указ Президента України від 24 листопада 1994 р. № 698// ДІБП. — 1994. — №2.
11. Про ліквідацію Українського кредитного фонду: Указ Президента України від 10 грудня 1994 р. № 757// ДІБП. — 1995.
12. Положення про державну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Затв. Указом Президента України від 12 червня 1995 р. № 446/95 // ДІБП. — 1995.
13. Правила виготовлення і використання вексельних бланків. Затверджені постановою Кабінету Міністрів України і Національного банку України від 10 вересня 1992 р. № 528 // ДІБП. — 1992.
14. Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні Постанова Кабінету Міністрів України від 29 квітня 1994 р. № 277 // ДІБП. — 1994.
15. Про випуск облігацій внутрішньої державної позики. Постанова Кабінету Міністрів України від 23 серпня 1994 р. № 586 // ДІБП. — 1994.

---

\* Далі ДІБП.



16. Положення про порядок передачі, обігу, виплати доходу і погашення облігацій державної позики України 1995 року: Постанова Кабінету Міністрів України від 1995 року.

17. Порядок применения векселей Государственного казначейства Украины. Утв. постановлением Кабинета Министров Украины от 27 июня 1996 г. № 689 // Бизнес. — 1996. — № 30.

18. Об осуществлении нерезидентами операций с облигациями внутренних государственных займов: постановление Кабинета Министров Украины и Национального банка Украины от 31 августа 1996 г. № 1022 // Бизнес. — 1996. — № 37.

19. Положение о депозитном (сберегательном) сертификате Национального банка Украины: Утв. постановлением Правления НБУ от 5 декабря 1994 г. №203 // Бизнес. — 1995. — № 4.

20. *Алексин Б.И.* Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. — Самара: Самвеп. — 1992.

21. *Бланк И.А.* Инвестиционный менеджмент. — К., 1995.

22. *Жуков Е.Ф.* Ценные бумаги и фондовые рынки. — М.: Банки и биржи, 1995.

23. Инвестиционно-финансовый портфель (Книга инвестиционного менеджера. Книга финансового посредника) / Отв. ред. Ю. Б. Рубин, В.И.Солдаткин. — М., 1993.

24. *Краузе В.* ПФТС — реальный рынок в нереальных условиях // Киев. ведомости. — 1996. — 5 дек.

25. *Мертенс А.* Риск и доход на украинском рынке государственных облигаций // Бизнес. — 1996. — № 2.

26. *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива. — 1995.

27. *Мозговий О.М.* Фондовый рынок України // Фінанси України. — 1996. — №5.

28. *Мороз А.М.* Банківська енциклопедія. — К. : Ельтон, 1993.

29. *Оскольський В.В.* Ринок цінних паперів України : проблеми функціонування і розвитку. — К. : КСУ, 1996.

30. *Фельдман А.Б.* Основы рынка производных ценных бумаг. — М., 1996.

31. Фондовый рынок України / Керівник авт. кол. В.В. Оскольський. — К. : Скарбниця, 1994.

32. *Штольте П.* Инвестиционные фонды / Пер. с нем. — М. : Финстатинформ. — 1996.

33. Цінні папери в Україні / Керівник авт. кол. В.В. Оскольський. — К.: УФБ. — 1993.

*Навчальне видання*

**МЕНДРУЛ** Олександр Гарієвич

**ШЕВЧУК** Ірина Анатоліївна

**РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Навчальний посібник

Художник обкладинки *О. О. Стеценко*

Коректор *Л. П. Тютюнник*

Комп'ютерний набір *Т. А. Батрак, Т. В. Мальчевської*

Комп'ютерна верстка *О. В. Чуб, Н. О. Мішко*

Підписано до друку 20.02.98. Формат 60×84/16.  
Папір офсет № 1. Гарнітура Тип Таймс. Друк офсетний.  
Умов. друк. арк. 14,18. Умов. фарбовідб. 14,65.  
Обл.-вид. арк. 15,35. Тираж 1000 прим. Зам. № 7–1309

Видавництво КНЕУ

252057, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1.

Тел. (044) 446–64–58, 441–20–32. Факс (044) 446–52–58