

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ УКРАЇНИ  
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

О.Г. Мендрул, І.А. Павленко

# ФОНДОВИЙ РИНОК: операції з цінними паперами

**Навчальний посібник**

Видання друге, доповнене та перероблене

*Допущено Міністерством освіти України*

Київ 2000

**ББК 65.262.2**  
**М 50**

*Розповсюджувати та тиражувати  
без офіційного дозволу КНЕУ заборонено*

*Рецензенти:*

**О. М. Мозговий**, д-р екон. наук, проф.  
(Державна комісія України з цінних паперів та фондового ринку),  
**Г. О. Швиданенко**, канд. екон. наук, проф.  
(Київський національний економічний університет)

*Редактор*

**І. О. Соломарський**

**Мендрул О. Г., Павленко І. А.**

**М 50** Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. посібник. Вид. 2-ге, допов. та перероб. — К.: КНЕУ, 2000. — 156 с.  
ISBN 966–574–048–2

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 та операцій на ньому.

У другому виданні враховано зміни в законодавчій базі та стані національного фондового ринку і додано розділ, присвячений фундаментальному та технічному аналізу цінних паперів.

Для студентів вузів, що навчаються за магістерською програмою «Інвестиційний менеджмент», а також для фахівців у галузі цінних паперів.

**ББК 65.262.2**

*Навчальне видання*

**МЕНДРУЛ Олександр Гаррійович,  
ПАВЛЕНКО Ірина Анатоліївна**

**ФОНДОВИЙ РИНОК:  
ОПЕРАЦІЇ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ**

**Навчальний посібник**

*Видання друге, доповнене та перероблене*

Художник обкладинки *О. Стеценко*

Технічний редактор *Т. Піхота*

Коректор *Н. Анікєєнко*

Комп'ютерна верстка *О. Чуб*

Комп'ютерний набір *Н. Мишко, Т. Мальчевської*

Підписано до друку 25.11.99. Формат 60×84/16 Папір офсетний.  
Гарнітура Тип Таймс. Друк офсетний. Умовн. друк. арк. 8,19. Умовн. фарбовідб. 8,61.  
Обл.-вид. арк. 9,36. Наклад 2000 прим. Зам. № 8-1767

Видавництво КНЕУ  
03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1  
Тел. (044) 458-00-66; тел./факс (044) 446-64-58  
E-mail: [publish@kneu.kiev.ua](mailto:publish@kneu.kiev.ua)

© О. Г. Мендрул,  
І. А. Павленко, 2000  
© КНЕУ, 2000

**ISBN 966–574–048–2**

# ЗМІСТ

*Від авторів* . . . . .

## **Частина I. ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ** . . . . .

### **Розділ 1. Загальна характеристика фондового ринку** . . . . .

- 1.1. Фондовий ринок як складова частина  
    фінансового ринку. . . . .
- 1.2. Основні характеристики фондового ринку . . . . .
- 1.3. Суб'єкти фондового ринку. . . . .
- 1.4. Фактори, що впливають на стан фондового ринку . . . . .

### **Розділ 2. Правове регулювання фондового ринку** . . . . .

- 2.1. Загальна характеристика правового регулювання  
    фондового ринку . . . . .
- 2.2. Державне регулювання фондового ринку . . . . .
- 2.3. Саморегулювання фондового ринку . . . . .

## **Частина II. ІНСТРУМЕНТИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ** . . . . .

### **Розділ 3. Державні та муніципальні цінні папери** . . . . .

- 3.1. Державні цінні папери . . . . .
- 3.2. Муніципальні цінні папери. . . . .
- 3.3. Особливості українських державних і місцевих позик. . . . .

### **Розділ 4. Акції корпорацій.** . . . . .

- 4.1. Акціонерна організаційно-правова форма підприємств . . . . .
- 4.2. Акції та їх види . . . . .
- 4.3. Особливості акцій українських акціонерних товариств . . . . .
- 4.4. Дивідендна політика корпорацій . . . . .

### **Розділ 5. Боргові цінні папери підприємств (організацій)** . . . . .

- 5.1. Облігації підприємств (організацій) . . . . .
- 5.2. Депозитні та ощадні сертифікати банків . . . . .
- 5.3. Векселі . . . . .

### **Розділ 6. Похідні цінні папери і сурогати.** . . . . .

- 6.1. Інвестиційні сертифікати. . . . .
- 6.2. Деривативи . . . . .
- 6.3. Сурогати цінних паперів . . . . .

**Частина III. ІНВЕСТИЦІЙНИЙ АНАЛІЗ ЦІННИХ ПАПЕРІВ . . . . .**

**Розділ 7. Фундаментальний аналіз. . . . .**

- 7.1. Зміст фундаментального аналізу . . . . .
- 7.2. Рейтингова оцінка і показники акцій та облігацій . . . . .
- 7.3. Фінансова оцінка цінних паперів . . . . .
- 7.4. Порівняльна оцінка акцій. . . . .

**Розділ 8. Технічний аналіз. . . . .**

- 8.1. Основи побудови графіків . . . . .
- 8.2. Вимірювання трендів . . . . .
- 8.3. Графічні зворотні моделі . . . . .
- 8.4. Фондові індекси . . . . .

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

**Розділ 9. Первинне розміщення цінних паперів. . . . .**

- 9.1. Способи первинного розміщення цінних паперів. . . . .
- 9.2. Реєстрація емісії цінних паперів. . . . .

**Розділ 10. Обіг цінних паперів . . . . .**

- 10.1. Організаційно-правові засади функціонування фондових бірж . . . . .
- 10.2. Порядок торгів на фондових біржах. . . . .
- 10.3. Організація позабіржового ринку цінних паперів. . . . .

**Розділ 11. Учасники ринку цінних паперів . . . . .**

- 11.1. Професійні учасники ринку цінних паперів . . . . .
- 11.2. Регулювання діяльності учасників ринку цінних паперів . . . . .

## *ВІД АВТОРІВ*

Навчальний посібник «Фондовий ринок: операції з цінними паперами» підготовлено відповідно до типової програми дисципліни «Ринок цінних паперів».

У другому переробленому та доповненому виданні (перше вийшло під назвою «Ринок цінних паперів») навчального посібника враховано зміни в законодавчій базі та стані національного фондового ринку; додано розділ, присвячений фундаментальному та технічному аналізу цінних паперів; ретельно виписано правила і процедури операцій з фондовими цінностями та дії учасників ринку.

Навчальний посібник складається з чотирьох частин.

У першій частині розглядаються загальні проблеми функціонування фондового ринку, форми й методи його державного регулювання.

Другу частину присвячено опису різних цінних паперів — пайових, боргових та похідних; наведено характеристики окремих видів цінних паперів.

У третій частині розглянуто основи інвестиційного аналізу цінних паперів — принципи і методи фундаментального та технічного аналізу.

Четверту частину присвячено діям учасників фондового ринку і операціям з цінними паперами — емісійним, депозитарним, інвестиційним тощо.

У кожному розділі навчального посібника розглядаються як загальні проблеми функціонування фондового ринку, так і особливі аспекти національного ринку цінних паперів.

Автори навчального посібника: О. Г. Мендрул (частина I, II, III), І. А. Павленко (частина IV).

# ЧАСТИНА I

## **ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ**

### *Розділ 1*

#### **ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ФОНДОВОГО РИНКУ**

---

### *Розділ 2*

#### **ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ**

---

## Розділ I

# ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ФОНДОВОГО РИНКУ

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

### 1.1. ФОНДОВИЙ РИНОК ЯК СКЛАДОВА ЧАСТИНА ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Існує безліч причин того, що підприємства відчують нестачу грошей і, водночас, є дуже обмежена кількість способів їх залучення. Це в основному отримання позики та запрошення до участі в капіталі підприємства. Отримуючи позику, боржник зобов'язується повернути гроші кредитору разом з

**Цінні папери** оплатою 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 в 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. Але головною обставиною, яка спричиняє таке відокремлення, є зростаюча потреба у зовнішньому фінансуванні, спричинена великою капіталомісткістю сучасних інновацій. Лише за допомогою стандартизованих угод можна залучити відповідні суми грошей.

**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**

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 випливають з цих документів, іншим особам»\*.

**Групи цінних паперів**

Цінні папери поділяються на три групи.

**Пайові цінні папери** — тобто ті, що засвідчують участь в 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'язаний 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 пов'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).

---

\* Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. — 1993. — № 8. — С. 21.

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

- номінальну → встановлюється емітентом довільно за 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):

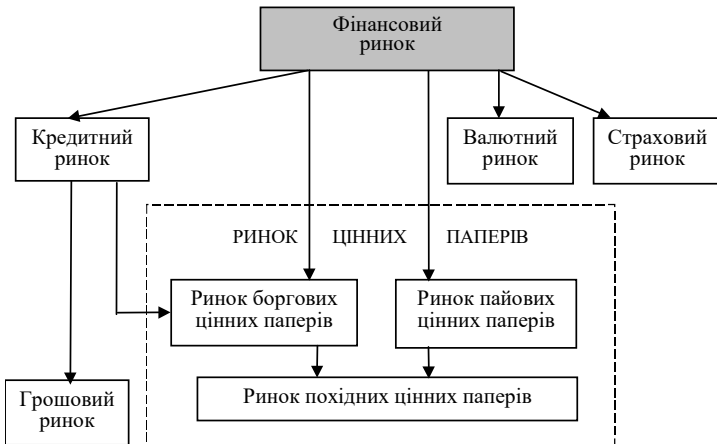


Рис.1.1. Місце ринку цінних паперів у структурі фінансового ринку

- **на кредитний ринок**, що охоплює позикові 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 стосовно фінансового переведення індивідуальних ризиків у колективні;
- **ринок пайових цінних паперів**, на якому відбувається торгівля правами власності на окремі частки підприємств.

**Ринок цінних паперів є часткою фінансового ринку, що охоплює відносини, пов'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»\*.

**Розмір фондового ринку**

Фондовий ринок є головною сферою акумуляції і розподілу фінансових ресурсів (рис. 1.2).

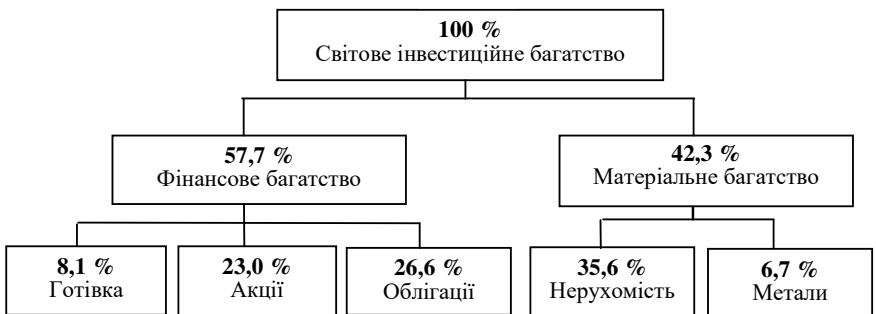


Рис. 1.2. Структура світового інвестиційного багатства\*\*

\* Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні. Постанова Кабінету Міністрів України від 29 квітня 1994 р. № 277 // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. — 1994. — № 8.

\*\* Інвестиційно-фінансовий портфель (Книга інвестиційного менеджера. Книга фінансового посередника) / Отв. ред. Ю. Б. Рубин, В. И. Солдаткин. — М., 1993. — С. 11.

Таблиця 1.1

**ХАРАКТЕРИСТИКА НАЙБІЛЬШИХ ФОНДОВИХ РИНКІВ СВІТУ  
(на початок 1994 року)\***

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
Велика Британія	90,4	1152	424
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>

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

Поряд з найбільшими, існують ринки, що формуються. Їх розмір невеликий і становить 5 %\*\* 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).

Беручи до уваги, що 78 %\*\*\* загального обсягу емісії становили акції підприємств, що приватизуються, а кількість таких підприємств постійно збільшується, перспективи зростання українського ринку досить обнадійливі.

\* Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, — 1995. — С. 115.

\*\* Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995. — С. 113.

\*\*\* Мозговий О.М. Фондовый рынок України // Фінанси України. — 1996. — № 5. — С. 48.

**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

**Номінальний обсяг ринку цінних паперів  
у першому півріччі 1998 року виріс на третину**

*За станом на 1 липня 1998 року в обігу на фондовому ринку України перебували цінні папери на номінальну суму 16742 млн грн., повідомили агентству «Інтерфакс-Україна» в Держкомстаті. З початку 1998 року обсяг цінних паперів, що перебувають в обігу, збільшився на 4422 млн. грн., або на 35,9%. Найбільш швидкими темпами продовжує збільшуватися обсяг випуску акцій — майже на 42% за півріччя. В результаті їхня частка в загальному обігу цінних паперів досягла 75,5%. На думку експертів, значне підвищення номінальної вартості акцій, що перебувають в обігу, спричинене індексацією статутних фондів через індексацію основних фондів, а також є у зв'язку з продовженням процесу приватизації. Але, за станом на 1 червня, залишились нерозміщеними акції на загальну номінальну суму 2560 млн грн. Згідно з офіційною статистикою за перше півріччя в інші держави були реалізовані українські акції на загальну суму 91,980 млн грн., тоді як українські емітенти викупили за цей час акцій на 0,3 млн. грн. Як наслідок, у розпорядженні нерезидентів, за даними Держкомстату, було акцій на суму 279,6 млн грн. Обсяг інвестування українських підприємств у цінні папери емітентів іноземних держав залишався невисоким — 1,9 млн грн. в акції та 14,5 млн грн. — в облігації. Загалом у власності українських підприємств, за станом на 1 червня, було акцій іноземних емітентів на суму 4,1 млн грн., облігацій на суму 16,1 млн грн., векселів — на суму 1,2 млн грн.*

Цінні папери України. — 1998. — №28

\* Розраховано за: *Мозговий О.М.* Фондовий ринок України // *Фінанси України.* — 1996. — № 5. — С. 48.

## 1.2. ОСНОВНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ ФОНДОВОГО РИНКУ

### Сектори фондового ринку

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

Таблиця 1.3

### СЕКТОРИ ФОНДОВОГО РИНКУ

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>
9. Поведінка суб'єктів ринку	<ul style="list-style-type: none"><li>• «ведмежий ринок»;</li><li>• «бичачий ринок»</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 дають їм змоги потрапити на фондову біржу. Це переважно акції молодих мало-відомих компаній, торгівля якими жорстко не регламентована. **Третій ярус** — це теж позабіржовий ринок, відмінність його від торгівлі «з прилавка» полягає в тому, що на цьому ринку діють такі самі правила укладання угод, що і на біржі. Наслідком розвитку телекомунікаційних технологій стала поява віртуальних online-брокерів, що створили умови для інвестування через мережу Internet. Це значно спростило проведення операцій і наблизило індивідуальних інвесторів до фондових активів. За деякими оцінками\* потенціал ринку інвесторів, які користуються віртуальним доступом до фондового ринку, сягає 40 млн. осіб.

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**.

---

\* Інвестиційна газета. — 1999. — 16 лот. — С. 22.

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 фондовому ринку є грошові заощадження домогосподарств.**

Ці положення ілюструють дані табл. 1.4, 1.5.

Таблиця 1.4

**ФІНАНСОВИЙ БАЛАНС РІЗНИХ СЕКТОРІВ  
ЕКОНОМІКИ США у 1988 р., млрд дол. США \***

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)\*\***

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
Велика Британія	85	8100
Мексика	12	2130
Бразилія	12	2050
Португалія	6	2350
Індонезія	2	430

\* *Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. — Самара: Самвен. — 1992. — С. 24.

\*\* Там само. — С. 15.

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

- дуже добре — 2,1 %
- погане — 44,5 %
- середнє — 34,3 %
- дуже погане — 19,0 %

День. — 1996. — 22 жовт.

**Властивості капі-  
талу на ринку цін-  
них паперів**

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

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 функціо-  
нування фондового  
ринку**

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 пропозиції тощо;
- ◆ відкритість → на ринку не повинні існувати штучні бар'єри для входу й 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 їхніх майнових прав;

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

**контрольованість** — створення надійно діючого механізму 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»\*.

### 1.3. СУБ'ЄКТИ ФОНДОВОГО РИНКУ

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

- |  |  |
|--|--|
| <b>Класифікація суб'єктів фондового ринку залежно від місця на ринку</b> | ◆ 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).

\* Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України. Схвалено постановою Верховної Ради України від 22 вересня 1995 р. // Финансовая Украина. — 1996. — № 4.

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



Рис.1.3. Суб'єкти фондового ринку

**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 щодо цінних паперів
Аудиторська	⇒	перевірка правильності ведення бухгалтерського обліку і реального фінансового стану емітента
Депозитарна	⇒	надання послуг щодо збереження, передачі, обліку цінних паперів
Клірингова	⇒	здійснення операцій зі збирання, перевірки й підготовки документів щодо виконання угод по цінних паперах
Реєстраторська	⇒	ведення реєстрів власників цінних паперів
Регулююча	⇒	правове регулювання діяльності учасників

Рис. 1.4. Види діяльності суб'єктів фондового ринку

**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 відображено 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, пов'язані зі встановленням «правил гри» та наглядом за їх виконанням

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.

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

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ОСНОВНИХ ТИПІВ ІНВЕТОРІВ

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
<b>в тому числі:</b> консервативні помірно-агресивні агресивні досвідчені «витончені»	безпе́чність інвестицій безпе́чність + прибуткові́сть прибуткові́сть + зроста́ння вартості прибуткові́сть + зроста́ння вартості + лікві́дність максима́льні доходи

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

**Види факторів** Головними групами факторів, що впливають на стан фондового ринку, є:

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

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

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

Базовим у **характері пропозиції** 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 переорієнтації на короткострокові позикові кошти; створенням системи перерозподілу і комбінації фінансових ресурсів, що максимально задовольняє попит за наявної структури пропозиції.

**Суб'єктивні фактори** — це власне, психологія інвесторів і особливої 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 остан-

нього, а й суміжних ринків, інакше кажучи, якщо умови інвестування в інші складові ліпші, то капітал залишає фондовий ринок, і навпаки. Тобто ринок цінних паперів завжди конкурує із **суміжними ринками**.

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

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

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

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 ще не починалася. Під час масової приватизації, за деякими оцінками, 35 % населення України стали власниками акції. Але їхня позиція, щодо інвестування «живих» грошей у цінні папери практично не змінилася.

Фондовий ринок в Україні розвивається передусім за рахунок **Вплив приватизації на формування фондового ринку** перетворення державних підприємств у відкриті акціонерні товариства з наступною передачею акцій (за різні платіжні засоби) приватним юридичним та фізичним особам.

Головними факторами, що справили найбільший вплив на розвиток фондового ринку, стали:

створення широкого кола акціонерів;

розробка процедур торгів акціями на первинному ринку, реєстрації прав власності на акції та порядку обробки та передачі інформації про заключені угоди;

можливість придбання фінансовими посередниками значних пакетів акцій за рахунок акумулювання приватизаційних паперів;

створення умов для появи конкуренції між суб'єктами фондового ринку;

масовий пільговий продаж акцій працівникам підприємств, що приватизуються, який спричинився до активізації торгів на вторинному ринку завдяки зусиллям фінансових посередників.

## **Розділ 2**

### **ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ**

**Ключові поняття і терміни:** правове регулювання фондового ринку; 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 ФОНДОВОГО РИНКУ**

**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:

- ◆ органи, котрі регулюють ринок;
- ◆ законодавчі та підзаконні акти;
- ◆ етику фондового ринку;
- ◆ 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 (Велика Британія).

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 ці-

нами та шахрайства з фінансовими ресурсами, у тому числі щодо довірчих операцій»<sup>\*</sup>.

Нині українська модель фондового ринку ґрунтується на детальних правилах і процедурах, що охоплюють майже всі аспекти діяльності суб'єктів ринку. Особливість української моделі полягає у тому, що ринок цінних паперів існує в загальному соціально-економічному середовищі, тому він несе в собі певні негативні риси, що притаманні останньому. Це насамперед: інформаційна недостатність, обмеження прав акціонерів, ігнорування деяких законодавчих вимог.

Згідно з аналізом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку<sup>\*\*</sup> найбільш типовими порушеннями з боку суб'єктів фондового ринку є:

**для емітентів**

- нерестрація або несвоєчасна рестрація в Комісії інформації про емісію акцій;
- непублікування в пресі інформації про їхню діяльність;
- внесення змін до статуту без затвердження такого рішення на загальних зборах;
- недотримання річного терміну реалізації або анулювання викуплених у акціонерів акцій;
- порушення термінів та порядку передплати акцій.

**для реєстраторів**

- ведення реєстрів власників іменних цінних паперів без спеціального дозволу Комісії;
- брак необхідної кількості спеціалістів, що мають відповідні кваліфікаційні посвідчення;
- недотримання всіх вимог, що пред'являються до ведення реєстру;
- недостатнє програмне забезпечення;
- несвоєчасне переоформлення прав власності на іменні цінні папери;
- брак належної системи захисту приміщення, де знаходиться система реєстрів;
- ведення реєстрів навіть тоді, коли кількість власників іменних цінних паперів перевищує 500.

**для професійних учасників ринку**

- несвоєчасне подання звітності або порушення вимог щодо оформлення звітності;
- порушення обмеження щодо співвідношення портфеля цінних паперів та ліквідності;
- уведення до складу спостережної ради членів виконавчих органів або необрання спостережної ради в інвестиційних компаніях;

---

<sup>\*</sup> Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України. Схвалено постановою Верховної Ради України від 22 вересня 1995 р. // Финансовая Украина. — 1996. — № 4.

<sup>\*\*</sup> Цінні папери України. — 1998. — № 1.

- брак в інвестиційній декларації відомостей про пункт, місце, термін та порядок виплати дивідендів;
- приховування інформації, яка підлягає оприлюдненню відповідно до чинного законодавства.

Світові стандарти фондового ринку були розроблені «Групою Тридцяти» — недержавними експертами з організації міжнародної

**Світові стандарти фондового ринку** фінансової системи. Вони полягають у встановленні єдиних вимог щодо клірингу та розрахунків за цінними паперами. 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 за цінними паперами виконуються за принципом «поставка проти оплати»;
- звіряння всіх умов сторонами робиться не пізніше 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 пропозиції цінних паперів незалежно від місця існування такого попиту та пропозиції.

Це регулювання має на меті:

- включити у процес котирування всі заінтересовані сторони;
- установити єдину ціну на ті чи інші цінні папери;
- запобігти можливості монопольного встановлення цін;
- обмежити ризики інвесторів;
- уникнути роздроблення 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 в тому, що відповідними цінними паперами торгують на відповідних біржах. Те саме стосується обліку і зберігання. У Франції цінні папери котируються

в єдиній системі бірж, що складається з 7 фондових бірж, а зберігаються й обліковуються в одному національному депозитарії. Більшість країн має по одній фондовій біржі і одному національному депозитарію\*.

**Загальна тенденція** регулювання фондових ринків полягає в 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;
- ◆ переважна більшість торгів здійснюється в електронній мережі.

Відповіддю «традиційних» фондових бірж на розвиток віртуальних торгів стали перехід від торгівлі «з голосу» до електронних систем торгів та злиття. На цей час простежується формування чотирьох європейських фінансових зон. Уже оголошено про злиття бірж: лондонської і франкфуртської; паризької і цюрихської; брюссельської, амстердамської і люксембурзької; копенгагенської і стокгольмської. Переваги об'єднання мають проявитися у спрощенні інфраструктури ринку, що приведе до зменшення витрат за операціями з цінними паперами і поліпшення доступу інвесторів до фондових цінностей. Існують прогнози, згідно з якими через певний час можлива інтеграція європейських бірж у єдину систему електронних торгів.

В Україні нині не існує єдиної системи котирування цінних паперів — торги проводяться окремо на п'ятьох біржах: Українській фондовій біржі, Київській міжнародній фондовій біржі, Донецькій фондовій біржі, Придніпровській фондовій біржі, а також на фондовій секції Української міжбанківської валютної біржі (державними цінними паперами). Окремо від біржового функціонує позабіржовий ринок. Національний депозитарій знаходиться у початковій стадії роботи. Його було створено лише у березні 1999 р. Засновниками його виступили Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (430 акцій за ціною 10 тис. грн. за 1 акцію) і Національний банк (22 акції). Інші акціонери — комерційні банки, інвестиційні компанії і саморегулювальні організації — мають 48 акцій. Національний депозитарій має стати центральним елементом депозитарної системи країни і забезпечити функціонування єдиної системи обліку та обігу цінних паперів, а також інтеграцію національної депозитарної системи в міжнародну систему депозитарних організацій.

---

\* *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995. — С. 18; *Фондовый рынок Украины / Керівник авт. кол. В. В. Оскольський.* — К.: Скарбниця, 1994. — С. 121—122.

## 2.2. ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

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

Державне регулювання фондового ринку 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 корпоративної заці, приєднання та поглинання;
- \* облік та звітність.

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

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).

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;

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» (1996 р.)	Визначає напрямки державного регулювання ринку цінних паперів в Україні
Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» (1997 р.)	Визначає правові основи обігу цінних паперів у депозитарній системі та правила електронного обігу

\* 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»\*.

Об'єктами регулювання Комісії (на середину 1999 р.) були 35,5 тис. акціонерних товариств, 398 реєстраторів, 61 зберігачів, 160 інвестиційних фондів, 128 взаємних фондів інвестиційних компаній, 881 торговець цінними паперами, комерційний депозитарій і Національний депозитарій.

Структуру Комісії показано на рис. 2.1.

---

\* Положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Затверджено Указом Президента України від 12 червня 1995 р. № 446/95 // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. — 1995. — № 8.

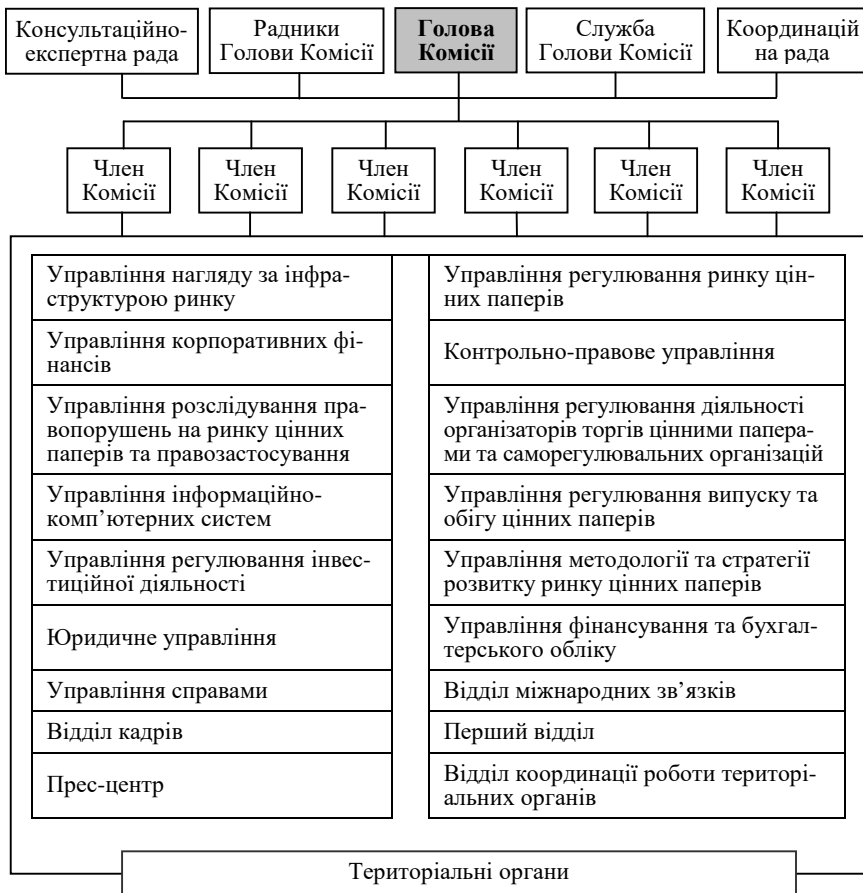


Рис. 2.1 Структура Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку\*\*

**Непряме  
втручання  
держави у ринок  
цінних паперів**

**Важелями непрямого втручання держави у фондовий ринок є:**

П  
одаткова політика, що впливає на ділову активність, а відтак на потребу у фінансових ресурсах;

\* регулювання грошової маси й обсягів кредитів впливом на ставку позикового відсотка;

\*\* Цінні папери України. — 1998. — № 1.

\* зовнішньоекономічна політика — регулювання операцій з іноземними валютами, експортно-імпорتنими операціями тощо;

\* гарантії держави за позиками 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.

На середину 1999 р. в Україні було: 9 саморегулювальних організацій: Донецька фондова біржа, Київська міжнародна фондова біржа, Позабіржова фондова торговельна система, Придніпровська фондова біржа, Українська фондова біржа, Південно-українська торговельно-інформаційна система, Асоціація учасників фондового ринку, Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв, Українська асоціація інвестиційного бізнесу.

Загальний обсяг торгів на організаційно оформлених ринках у 1997 році становив 762 млн грн., що в 15,8 раза більше, ніж у 1996 році\*. Це порівняно невеликі обсяги стосовно торгів на ринку в цілому. За словами Голови Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку О. Мозгового «на сьогодні організована частка в загальному обсязі операцій з цінними паперами становить лише 3%».\*\*

\* Цінні папери України. — 1998. — № 20. — С. 1.

\*\* Цінні папери України. — 1998. — № 29. — С. 1.

## **Саморегулювальна організація «Київська міжнародна фондова біржа»**

*Саморегулювальна організація забезпечує представництво інтересів кожного з її учасників у таких процедурах:*

- прийняття, внесення поправок або скасування будь-якого правила чи положення про саморегулювальну організацію;
- висунення кандидатів на керівні посади і вибори до органів управління та участь в управлінні справами саморегулювальної організації;
- розподіл обґрунтованих виплат, відрхувань чи інших витрат, пов'язаних з діяльністю СРО КМФБ, серед учасників саморегулювальної організації.

### **СРО КМФБ:**

- забезпечує захист від неправомірних дій інших учасників СРО КМФБ;
- розробляє правила та стандарти здійснення своїми учасниками професійної діяльності та здійснює контроль за їх дотриманням; встановлює порядок оформлення та обліку документів, які використовуються учасниками СРО КМФБ під час здійснення операцій з цінними паперами;
- розробляє правила, які обмежують маніпулювання цінами під час проведення операцій з цінними паперами;
- здійснює контроль за виконанням санкцій та заходів, що застосовуються до учасників СРО КМФБ.

### **Учасники СРО КМФБ мають право:**

- брати у встановленому порядку участь у роботі СРО КМФБ та її органів як повноправний учасник;
- виступати з пропозиціями та зауваженнями, пов'язаними з діяльністю СРО КМФБ, її органів та учасників;
- використовувати належність до СРО КМФБ з рекламною метою в порядку, встановленому правлінням;
- звертатися до керівних органів СРО КМФБ з різними запитами, пов'язаних із виконанням СРО КМФБ своєї мети та завдання;
- звітувати перед біржею про укладені угоди з цінними паперами та виконання рішення ДКЦПФР №100 від 31 липня 1998 р. без додаткових сплат;
- безкоштовно брати участь у первинних торгах акціями приватизованих підприємств, що виставляються на продаж Фондом держмайна України;
- бути звільненими від сплати разового абонементу спостерігача на первинних торгах ФДМУ;
- бути звільненими від сплати реєстраційного збору за акредитації брокерської контори на КМФБ;
- отримувати інформацію про цінні папери, що котируються на біржі та підсумки аукціонних торгів, яка надається лише брокерським конторам КМФБ та учасникам СРО КМФБ;
- довгострокової оренди брокерського місця на пільгових умовах.

*Учасникам СРО КМФБ надається 10% знижка на розміщення в щотижневик-у «Цінні папери України» інформації про діяльність емітента, про емісію цінних паперів, про проведення загальних зборів.*

Цінні папери України. — 1998. — №27

**Біржове регулювання фондового ринку**

**Головним принципом роботи фондової біржі є забезпечення ліквідності ринку, що реалізується укладанням масових угод, встановленням незначної 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.

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 й 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.

**Традиції та етика**

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, голосно 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; облигації 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.

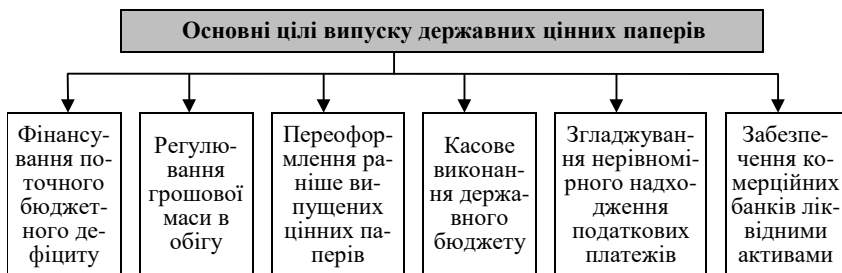


Рис.3.1.Основні цілі випуску державною цінних паперів

#### **◆ 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 за своїми цінними паперами, строк викупу яких уже надійшов. 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**

**Способи  
первинного  
розміщення**

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

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).

**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 доходності 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.

**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 попереднім оголошенням 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>

**Способи виплати доходів**      **Способи виплати доходів на державні цінні папери** наведено на рис. 3.2.

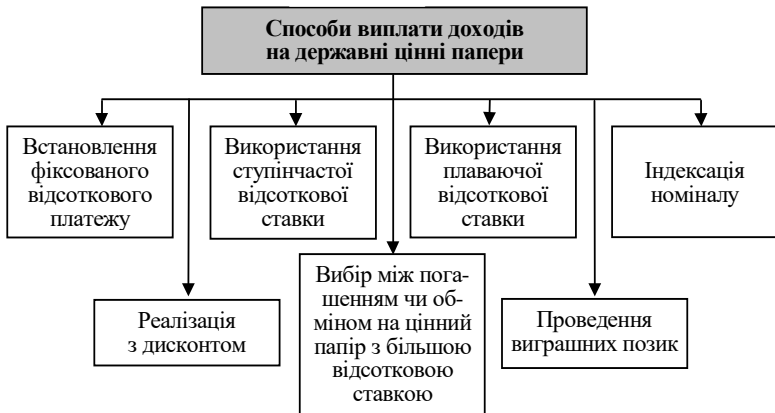


Рис. 3.2. Способи виплати доходів на державні цінні папери

◆ **Встановлення фіксованого відсоткового платежу**

Найпростіша і дуже поширена форма виплати доходу. Але вона непридатна 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 збе-

ріганні 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 доходності державних цінних паперів, що розміщуються на аукціонах.

**\* Индексация 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 доходністю.

**\* 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 і можливість використати їх як заставу</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 в 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.

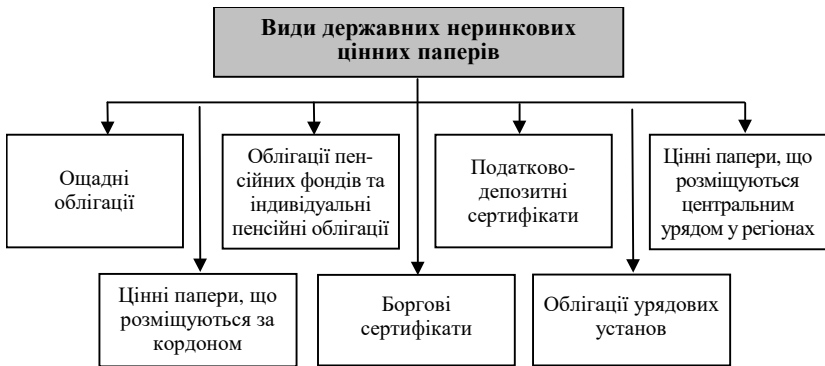


Рис. 3.3. Класифікація державних неринкових цінних паперів

#### ◆ **Ощадні облигації**

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

#### \* **Облігації пенсійних фондів та індивідуальні пенсійні облигації**

Призначені для пенсійного забезпечення громадян. Для осіб, що зайняті індивідуальною трудовою діяльністю, кошти на придбання таких облигацій 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 облигації, 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 окремій галузі народного господарства. Вважаються високодохідними, оскільки передбачається, що уряд гарантуватиме виконання таких зобов'язань.

### 3.2. МУНІЦИПАЛЬНІ ЦІННІ ПАПЕРИ

<b>Загальна характеристика</b>	<b>Муніципальні цінні папери</b> випускаються місцевими органами влади з метою мобілізації коштів для виконання місцевих програм, пов'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);
- під час випуску може передбачатися право дострокового погашення їх емітентом.

**Види муніципальних цінних паперів**

Види муніципальних цінних паперів, класифікованих за ознакою «тип забезпечення», показано 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 добросовісністю емітента. Переважно випускаються для фінансування проектів, що не приносять доходів.

#### \* **Облігації під дохід від проекту**

Погашаються за рахунок доходів від проекту, для фінансування якого їх було випущено.

#### \* **Облігації під конкретний податок**

Гарантією виконання зобов'язань за цими облігаціями є надходження до місцевого бюджету певного виду податку.

#### \* **Облігації під заставу нерухомості**

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

### 3.3. ОСОБЛИВОСТІ УКРАЇНСЬКИХ ДЕРЖАВНИХ І МІСЦЕВИХ ПОЗИК

Види державних цінних паперів України показано на рис. 3.5.



Рис. 3.5. Види цінних паперів України

**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. Первинне розміщення відбувається на Українській міжбанківській валютній біржі.

← Обов'язки щодо випуску покладено на Міністерство фінансів. Воно є також гарантом своєчасного погашення облігацій.

↑ Генеральним агентом виступає Національний банк України.

→ Спосіб розміщення облігацій — з дисконтом на аукціоні.

↓ Форма облігацій — дематеріалізована (записи на електронних рахунках).

Операції з облігаціями можуть здійснюватися іноземними інвесторами через уповноважені українські банки.

Облігації внутрішньої державної позики були високодохідним фондовим інструментом, про що свідчить порівняння їх дохідності зі ставкою рефінансування НБУ та дохідністю американського долара (рис. 3.6).

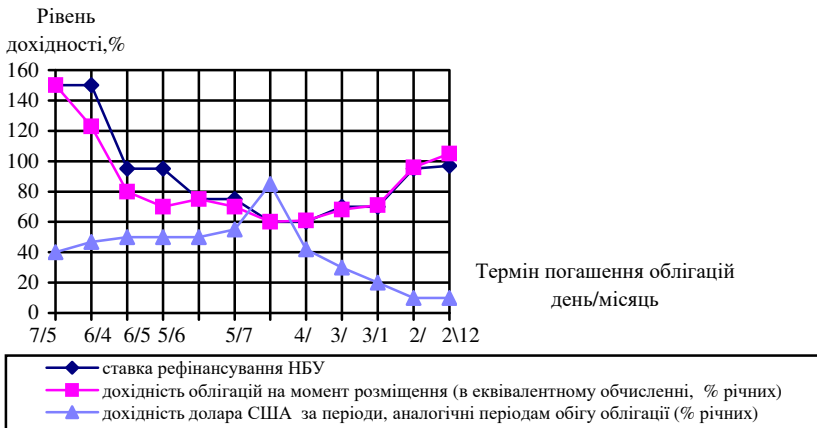


Рис. 3.6. Дохідність облігацій внутрішньої державної позики у 1995 році\*

\* Мертенс А. Риск и доходность на украинском рынке государственных облигаций // Бизнес. — 1996. — №2.

Запозичення за допомогою облігацій внутрішньої державної позики набрали таких розмірів, що восени 1998 року держава виявилася неспроможною обслуговувати свій борг.

**Деякі статистичні дані, наведені Президентом України  
у посланні Парламенту 19 листопада 1998 року**

*... Саме через бюджетний дефіцит, який треба було чимось покривати, з'явилася боргова фінансова «піраміда», що викликає обгрунтоване занепокоєння. Її масштаби вам відомі: 1996-й рік — 3,1 млрд грн., 1997-й — 8,3, 1998-й — 10,8 млрд грн. На її обслуговування спрямовувалися:*

- лівова частка мобілізованих у сфері виробництва кредитних ресурсів комерційних банків. На 1 липня інвестиційний портфель комерційних банків складав 2,8 млрд грн., з яких 2,1 млрд, або 75 відсотків, вкладено в ОВДП;*
- заощадження населення, які акумулювалися через банківську систему, в тому числі Ощадний банк;*
- фінансові вкладення нерезидентів;*
- основні ресурси рефінансування Нацбанку.*

*Слід додати, що на ці ж цілі було спрямовано кредити МВФ та валютні нагромадження НБУ. Обслуговування «піраміди» коштувало державі понад 1,5 млрд доларів з валютних резервів. Завдяки цьому у критичний момент валютні резерви Нацбанку практично були зведені до нуля. Чисті доходи суб'єктів ринку облігацій склали у 1996 році 443 млн. грн., 1997-му — 929, а за 9 місяців цього року — 1 млрд 495 млн гривень. Тільки комерційні банки отримали від таких операцій 1,3 млрд грн. прибутку. А де ж ці гроші? В економіку вони не повернулися...*

Цінні папери України. — 1998. — № 33

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

- 1) номінальна вартість облігації — 50 грн.;
- 2) загальна кількість облігацій — 1млн штук;
- 3) продаж з дисконтом: облігації, що були у депозиті Міністерства фінансів, у червні 1997 року продавалися за такою курсовою вартістю за одну облігацію:
  - \* 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 облігацій — 6, 12, 24 місяці;

5) дохід по облігаціях 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 за купоном, коп.; НВ — номінальна вартість облігацій, 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:**

← Види:

— довгострокові — від 5 до 10 років;

— середньострокові — від 1 до 5 років;

— короткострокові — до 1 року;

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

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

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

° 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, а також Державне казначейство.

#### **Казначейські векселі:**

← Видаються в рахунок фінансування витрат державного бюджету;

↑ Строк платежу за ними не повинен перевищувати одного року;

→ Випускаються у вигляді простих векселів на пред'явника сумами по 5 і по 10 тисяч гривень;

↓ Відсотки на вексельну суму не нараховуються;

° Можуть використовуватися держателями для погашення кредиторської заборгованості, продажу юридичним особам — резидентам, для застави, зарахування в рахунок сплати податків.

Депозитні  
сертифікати  
Національного бан-  
ку України

**Депозитний 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.

Такі сертифікати Національний банк почав розміщувати з січня 1999р. Метою їх випуску є, по-перше, введення інструменту, що має заступити облігації внутрішньої державної позики, довіру до яких підірвано, по-друге, використання нового способу регулювання кількості грошей в обігу. Сертифікати виступають у вигляді свідоцтва про депонування в системі електронного обігу НБУ коштів комерційних банків. Право на придбання цього фондового активу мають лише ті банки, котрі не мають заборгованості за виданими НБУ кредитами, і котрі забезпечують формування резерву для відшкодування можливих витрат за кредитними операціями та обов'язкових резервів. Сертифікати розміщують на аукціонах; термін їхнього обігу становить від 1 до 180 днів; вони можуть бути предметом купівлі-продажу, застави, а також інших операцій на вторинному ринку.

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» та Указом Президента України «Про компенсацію громадянам України втрат від знецінення грошових заощаджень в установах Ощадного банку України та Укрдержстраху».

### **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 → 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.

Українською державою випущено кілька видів цінних паперів, що розміщуються за кордоном. Перша спроба виявилась невдалою — розміщення **Державних товарних облігацій матеріальних ресурсів України** було припинено. Передбачалося випускати облігації з такими характеристиками:

**Цінні папери, що розміщуються за кордоном**

← Перша серія на суму 10 млрд доларів.

↑ Строк погашення → 5 років.

→ Відсоткова ставка → 7,75% річних.

↓ Виплата доходу → один раз у півріччя.

° Емітент → Український кредитний фонд.

± Гарант → держава.

Але через недоліки під час залучення іноземних інвестицій Президент України ліквідував Український кредитний фонд та припинив випуск і розміщення першої серії Державних товарних облігацій матеріальних ресурсів України.

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

← Загальна сума емісії → 140 млн доларів.

↑ Емісію поділено на 10 траншів по 140 млн доларів кожний із строками погашення 1997—2007 р.

→ Номінальна вартість однієї облігації — 5000 доларів.

↓ На облігації передбачається щоквартальна виплата доходу з розрахунку 8,5% річних.

° 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.

З 1997 року українські облігації обертаються на європейському ринку. Їхня дохідність — одна з найвищих.

**Облігації  
внутрішніх  
місцевих позик**

**Облігації внутрішніх місцевих позик** випускаються за рішенням 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 найбільш актуальних соціальних проблем — житлових (у Донецьку, Чернівцях та інших містах), транспортних (у Києві, Харкові тощо).

Нині довіру до місцевих позик значно підірвано, через невиконання зобов'язань за облігаціями Одеського муніципального займу.

### **Уповільнене погашення**

*Обсяг погашення облігацій Одеського муніципального займу 1997 р. станом на початок квітня 1999 р. становив 1771 тис. грн., або 1,9% необхідного обсягу погашення...*

*Одеську місцеву позику було випущено в травні-червні 1997 р. терміном на один рік на загальну суму 61 млн грн. з дохідністю 50% річних. Облігації необхідно було погасити в період з 1 травня по 15 червня. Фактичний обсяг виплат у період погашення становив менше 250 тис. грн.*

*Близько 70% облігацій належить нерезидентам. Фізичні особи володіли облігаціями на номінальну суму близько 1,2 млн грн.*

*У 1998—1999 рр. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку зареєструвала лише одну емісію інших муніципальних облігацій (місто Бровари) на суму 1 млн. грн.*

День. — 1999. — 20 квітня

## 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 показано на рис. 4.1.).

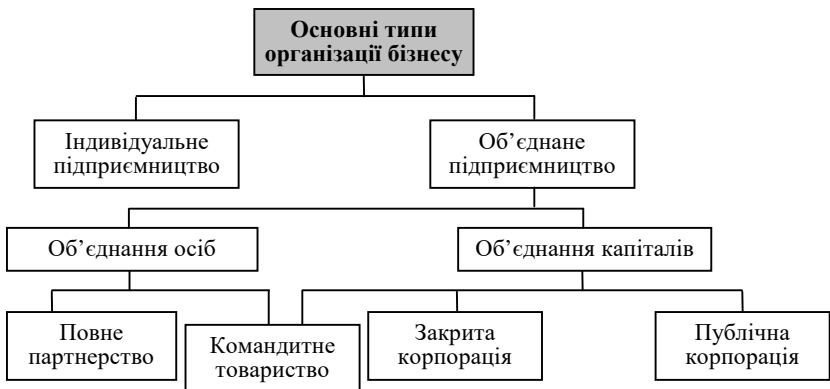


Рис. 4.1. Основні типи організації бізнесу

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 вели-

ких 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 обертється 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, у межах акціонерного товариства може керувати колосальними коштами акціонерів, таким чином задовольняючи природне для себе тягіння 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.

**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.

---

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

**По-четверте**, важливою перевагою акціонерних товариств є безперервність існування. Інші господарські товариства можуть припинити діяльність у зв'язку зі смертю чи виходом із 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 партнерствами 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, передовсім, виходячи із завдань та цілей підприємства.

**По-восьме**, акціонерні товариства не мають проблем з розподілом доходів — прибуток поділяється між державою (податок), акціонерами (дивіденд), підприємством (рефінансування).

**Особливості українських акціонерних товариств**

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

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 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;
- ◆ вигляд → акції у документарній та бездокументарній формі.

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.\* Це пояснюється відсутністю єдиного міжнародного вторинного ринку цінних паперів.

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

\* Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. — М.: Банки и биржи, 1995. — С. 74.

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 на привілейовані акції;

\* 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>

\* Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. — М.: Банки и биржи, 1995. — С. 47.

**Бездокументна форма** випуску акцій — це запис у комп'ютері (обліковий запис), котрий є підтвердженням права власності на цінний папір.

**Види привілейованих акцій**

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

← **Кумулятивні** привілейовані акції.

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

↑ **Некумулятивні** привілейовані акції.

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

→ **Привілейовані акції з часткою участі.**

Дають власникам право на отримання додаткових дивідендів понад оголошену суму, якщо дивіденди на прості акції перевищують цю суму.

↓ **Конвертовані** привілейовані акції.

Можуть бути обмінені на певну кількість простих акцій.

Привілейовані акції **зі ставкою дивідендів, що коригується.**

Дивіденди на ці акції не є фіксованими, а коригуються з урахуванням дохідності інших паперів.

° 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.

" **Ретрективні** привілейовані акції.

Власник такої акції може змусити корпорацію погасити її.

≥ **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 бути випущені 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 уповноваженої 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.

Характерною особливістю акції українських акціонерних товариств (стосується тих, що створилися під час приватизації, але вони становлять переважну більшість) є величезна кількість акцій в статутних фондах — звичайно кількості тисяч для не найбільших підприємств, — та низька номінальна вартість. Остання найчастіше становить 1 коп., 5 коп., 25 коп.

Переважає більшість акцій випускається в бездокументарній формі. Взагалі, форма випуску акцій має суттєве значення для учасників ринку. Якщо засновники зацікавлені у вторинному обігу цінних паперів, то вони віддають перевагу бездокументарній формі; у разі, коли мета емітента полягає у контролі за структурою акціонерного капіталу, вибір падає на документарну форму акції. Для власників дрібних пакетів акцій, які отримали їх під час ваучерної приватизації, більш вигідна документарна форма випуску, оскільки вони не укладають угод із власними акціями, до того ж плата за від-

критий рахунок і зберігання акцій для них може бути більшою, ніж дивіденди. Торговці, орієнтуючись на доходи у вигляді курсових різниць, зацікавлені у найбільш простій формі перереєстрації прав власності, а отже, у бездокументарному вигляді акцій.

Загальний обсяг емісії акцій має чітко виражену тенденцію до зростання, причому стосовно різних емітентів. Незважаючи на те, **Обсяг емісії** що переважна питома вага в емісії належить підприємствам, що приватизуються, темпи зростання випуску акцій іншими суб'єктами свідчать про початок процесу залучення ними коштів з фондового ринку (табл. 4.2).

Таблиця 4.2

**ОБСЯГ ЕМІСІЙ АКЦІЙ\***

Емітенти	1996 р. млн грн.	1997 р.		1997 1996, разів
		млн грн.	питома вага у загальному обсязі, %	
Комерційні банки (ЗАТ)	5,526	332,603	2,79	60
Комерційні банки (БАТ)	50,457	349,763	2,93	7
Страхові компанії	1,536	17,615	0,15	11
Інвестиційні фонди та компанії	1,163	21,042	0,18	18
Підприємства (БАТ)	1816,369	9322,596	78,20	5
Підприємства (ЗАТ)	75,656	1878,450	15,75	25
<b>Усього:</b>	1950,707	11922,069	100	6

**1. Право голосу (управління).**

На установчих зборах діє принцип «одна акція — один голос». Але **Права акціонерів** 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 разі, коли в установленний строк передплатою на акції не вдалося покрити всю суму

\* Розраховано за: Цінні папери України. — 1998. — № 3.

(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 їхню 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.

Загально визнаним є погляд, що дрібні акціонери за умов 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-ИНВЕСТ»**

#### **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 фон-*

*ду, 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 нарахуванням 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 разі 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, пов'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.

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, пов'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**

З позиції акціонерного товариства дивіденд — це витрати корпорації, необхідні для обслуговування акціонерного капіталу, що виступають у формі частки прибутку, яка залишається після сплати податків та інших обов'язкових платежів і сплачується акціонерам пропорційно до кількості акцій, що перебувають в обігу. З позиції 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 визначити інвестиційну привабливість емітента розрахунком розміру дивіденда на акцію, відношенням суми дивідендів до ринкової вартості акції, оцінити пропорції розподілу прибутку корпорації, вартість простого та привілейованого капіталу та інше.

**Сутність  
дивідендної  
політики**

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

Джерелами виплати дивідендів є прибуток та емісійний доход.

Нижче наведено загальну залежність дивідендної політики від стадій життєвого циклу емітента.

**«Народження»** — на цьому етапі потрібні значні обсяги інвестування, прибутків поки що немає або вони незначні, дивіденди не сплачуються.

**«Зростання»** — інвестування в нові виробництва триває у великих обсягах, джерел для повноцінних виплат дивідендів не вистачає, платежі здійснюються переважно новими акціями, зрідка — грошима.

**«Розширення»** — основна частина прибутку спрямовується на розвиток існуючих виробництв, дивіденди виплачуються новими акціями та грошима. На цьому етапі часто здійснюється подрібнення наявних акцій.

**«Зрілість»** — інвестування спрямовується на підтримування виробництва; прибутків вистачає для грошових виплат дивідендів у великих розмірах.

**«Падіння»** — під час цього етапу дивіденди продовжують виплачувати грошима, але розмір виплат постійно скорочується.

**«Припинення діяльності»** — дивідендів брак.

**Процедура** виплати дивідендів звичайно складається з чотирьох етапів, що тривають приблизно місяць.

1. «Дата оголошення дивідендів» — це день, коли керівництво акціонерного товариства сповіщає про розмір, термін та порядок виплати дивідендів; він встановлюється виходячи з того, в який термін компанія підбила підсумки діяльності і підготувала звіт акціонерам.

2. «Екс-дивідендна дата» — встановлюється для того, щоб поділити акціонерів на тих, хто має право на дивіденди, і тих, хто такого

права не має. Перші — це власники акцій, які купили їх до «екс-дивідендної дати», другі — після неї.

3. «Дата обліку» — день реєстрації акціонерів, які мають право на одержання оголошених дивідендів.

4. «Дата виплати» — це день, коли здійснюється розсилка чеків акціонерам.

**Завжди існує певна суперечність між дивідендами та іншою часткою прибутку, що спрямовується на інвестиції.**

Пропозицій щодо послаблення цієї суперечності є чимало.

← **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.

↑ **«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, у свою чергу, призведе до падіння 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.

→ **Концепція комплексної політики** (Дж. Уолтер).

Вона полягає в тому, що оптимальний розмір дивіденда повинен максимізувати ринкову вартість акції. Вона базується на порівнянні норми дохідності інвестицій корпорації ( $J$ ) з ринковою нормою дохідності на акції ( $K$ ):

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

Концепція М. Міллера — Ф.Модільяні виходить з наявності абсолютно ліквідного ринку — тільки на ньому можна отримати дохід

**Дивідендна політика за умов становлення фондового ринку** у вигляді приросту капіталу (через різницю 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, їх реалізація пов'язана з витратами на послуги операторів ринку, розмір яких кореспондується з доходом від приросту курсової вартості.

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

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

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

Крім того, довіра дрібних інвесторів до вкладання грошей у фондові цінності значно підірвана скандалами з «фінансовими пірамідами» та виплатами копійчатих 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 добросовісні 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 залучено до процесу приватизації, акціонування. Багато з них є держателями акцій, облигацій та інших цінних паперів у 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. під час купівлі було сплачено комісійний збір у розмірі 10 000 крб. На одну акцію виплачено 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 на акції номінальною вартістю 1000 крб. у розмірі 200%, а на 1993 р. оголосив 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.

Фондовые спекуляции. — 1995. — № 5.

## **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, за якими 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 поділяються на **заставні** та **беззаставні**.

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

Різниця між заставою і заставною облігацією полягає лише у способі розміщення та формі останньої. Спосіб розміщення заставних облігацій показано на рис.5.1.

## КЛАСИФІКАЦІЯ ОБЛІГАЦІЙ

Класифікаційні ознаки	Види облигацій
Форма розпорядження	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Іменні,</li> <li>• на пред'явника.</li> <li>• Купонні,</li> <li>• безкупонні.</li> <li>• Короткострокові,</li> <li>• середньострокові,</li> <li>• довгострокові,</li> <li>• вічні.</li> <li>• Заставні,</li> <li>• беззаставні.</li> <li>• Відсоткові,</li> <li>• безвідсоткові,</li> <li>• кумулятивні,</li> <li>• з «плаваючим курсом»,</li> <li>• двохвалютні,</li> <li>• з участю у доходах.</li> <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> <li>• Конвертовані,</li> <li>• опціонні,</li> <li>• з варантом.</li> <li>• Внутрішні,</li> <li>• міжнародні.</li> </ul>
Форма випуску	
Строк обігу	
Спосіб забезпечення	
Спосіб виплати доходу	
Вид погашення	
Права на купівлю інших цінних паперів емітента	
Місце обігу	

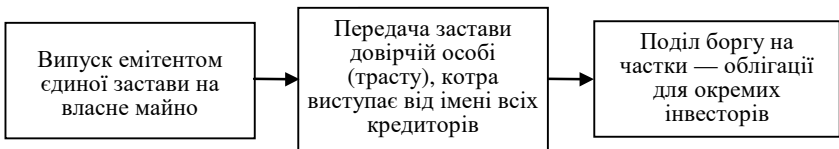


Рис. 5.1. Спосіб розміщення заставних облигацій

Заставні облигації можуть мати такі **форми**:

♦ **облигації під першу заставу** — претензії за якими задовольняються у першу чергу;

♦ **облигації під другу чи загальну заставу** — розміщуються, коли облигації під першу заставу вже обертаються; претензії за ними задовольняються після розрахунків з власниками облигацій під першу заставу;

♦ **облігації під заставу цінних паперів** — забезпечуються не фізичними активами, а акціями чи борговими паперами, які за невилати боргу переходять до власників цих облігацій;

♦ **гарантовані облігації** — виконання зобов'язань за ними гарантується не емітентом, а іншою компанією.

**Беззаставні облігації** не забезпечено 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: брак фізичних активів для застави; фінансова могутність і висока репутація, які дають змогу брати в борг, не забезпечуючи зобов'язань майном, та деякі інші.

За **способом виплати доходу** облігації класифікуються:

\* **на відсоткові облігації** — які погашаються за номінальною вартістю зі сплатою фіксованого відсотка;

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

\* **кумулятивні облігації**, за якими відсоток є кумулятивним: якщо не сплачується, то додається до претензій власника;

\* **облігації з «плаваючим курсом»**, за якими дохідність змінюється залежно від існуючих відсоткових ставок, але має встановлений мінімум;

\* **двохвалютні облігації** — розміщення та виплата доходів на ці облігації 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 облигації** — частина боргу виплачується щороку за серіями;

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

\* **облигації, 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) облигації** викуповуються одночасно у точно встановлений строк.

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

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

\* **опціонні облигації** — дають право на купівлю інших цінних паперів емітента; це право не обмежує прав власника опціонних облигацій на отримання на них доходів;

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

Залежно від **місця обігу** облигації бувають **внутрішні**, що обертуються на внутрішньому ринку цінних паперів, та **міжнародні**. Останні виступають у формах:

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

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

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

Облигації можуть бути **іменними та на пред'явника, відсотковими і безвідсотковими (цільовими)**, такими, що вільно обертуються або з обмеженим колом обігу.

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

Акціонерні товариства можуть випускати облигації 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 повноваженої 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; | *    найменування емітента; |
| *    номер облігації;  | *    рік виплати відсотків. |

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

Цікавою особливістю є наявність цільових облігацій, погашення яких передбачається за рахунок товару, який виробляє емітент. Така норма є дещо застарілою, оскільки походить з часів дефіциту, але окремі підприємства з особливо ліквідною продукцією звертаються до випуску таких облігацій.

**Інформація про емісію облігацій закритого  
акціонерного товариства  
«Київська кондитерська фабрика ім. К. Маркса»**

*5. Кількість облігацій за типами і категоріями. Випускається 26908 штук облігацій, з них: 22000 штук іменних відсоткових облігацій; 4908 штук іменних цільових облігацій...*

*20. Відомості щодо умов запланованого продажу товарів за цільовими облігаціями. Власники іменних цільових облігацій мають право на отримання основної продукції Товариства за відпускними цінами товаровиробника на дату подання заяви про погашення таких облігацій.*

*Товариство зобов'язане погасити іменні цільові облігації та відпустити відповідну кондитерську продукцію не пізніше, ніж на третій день після подання заяви власником облігацій.*

Цінні папери України. — 1998. — № 34

На цей час облігації не є популярним інструментом ринку. Про це свідчать дані про зареєстровані обсяги емісії облігацій.

Протягом 9 місяців 1998 р. зареєстровано лише одну емісію на суму 3,5 млн грн.

Таблиця 5.1

**ОБСЯГИ ЕМІСІЙ ОБЛІГАЦІЙ ПІДПРИЄМСТВ  
(організацій), млн. грн.\***

Учасники ринку	За 1997 рік	За 9 місяців 1998 р.
Комерційні банки (ВАТ)	0,500	—
Підприємства (ВАТ)	0,0347	—
Державні підприємства	102,000	3,500
ТОВ	3,900	—
Об'єднання (Концерни)	10,000	—
<b>Усього:</b>	<b>116,435</b>	<b>3,500</b>

**Облігації корпорації «Київміськбуд» — ось шанс мати житло!**

***Шановні доброді!***

*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. Неважко підрахувати, що ця ціна значно нижча за ту, котра 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. Поляченко**

\* Цінні папери України. — 1998. — № 33.

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

## 5.2. ДЕПОЗИТНІ ТА ОЩАДНІ СЕРТИФІКАТИ БАНКІВ

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 у тому, що перші призначено для юридичних осіб, другі — для громадян (США, Росія).

Депозитні та ощадні сертифікати — відносно нові 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 встановлено максимальні строки обігу депозитних сертифікатів — 1 рік, ощадних — 3 роки), та **до запитання**, строк обігу яких не встановлено.

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 облигацій.

**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 разі, коли власник строкових сертифікатів вимагає повернення грошей до закінчення обумовленого сертифікатом терміну депозиту, йому сплачується знижений відсоток, рівень якого визначається під внесення 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 уповноваженої 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.\* Ці дані найбільш повно характеризують місце ощадних сертифікатів на грошовому сегменті фондового ринку, оскільки практично не враховують масової емісії акцій підприємств, що приватизуються, які продавалися за приватизаційні папери, а не за гроші.

### 5.3. ВЕКСЕЛІ

---

\* Розраховано за: *Мозговий О.М.* Фондовий ринок України // *Фінанси України.* — 1996. — № 5. — С. 46.

**Загальна характеристика**

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

Схематично порядок розрахунку векселями показано на рис. 5.2.

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:



Рис. 5.2. Порядок розрахунку векселями

- ◆ 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 за векселем;

**аваль** — поручительство за векселем;

**акцепт** — згода на оплату векселя;

**акцептант** — особа, що згодна оплатити вексель;

**алонж** — додатковий до векселя листок, на якому здійснюються 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 за яким 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 за переказним векселем.

**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 в 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, визнається підписаним 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. 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'ючерс; форвард; сурогати цінних паперів.

#### 6.1. ІНВЕСТИЦІЙНІ СЕРТИФІКАТИ

Спільне інвестування здійснюється в інтересах дрібних інвесторів об'єднанням їхніх 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. ілюструє 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.

За строками існування фонди поділяються:

◆ **на створені з невизначеним терміном:** сфера їхньої 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 підпорядковано інтересам інвесторів, а для їхнього захисту існує поширена організаційна схема інвестиційного фонду (рис. 6.1).

Таблиця 6.1

**ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА  
РІЗНИХ ФОРМ КАПІТАЛОВКЛАДЕНЬ\***

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      – – ← дуже негативна + ← позитивна      +++ ← дуже позитивна (–) (+) ← умовно негативна чи умовно позитивна		



Рис. 6.1. Організаційна структура інвестиційного фонду

Невід’ємними **компонентами** організації є:

\* Штольте П. Инвестиционные фонды./ Пер. с нем. — М.:Финстатинформ. — 1996. — С. 15.

- 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 **перспективу** 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.

Українське законодавство 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 уповноваженої 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.

Інвестиційний фонд (інвестиційна компанія — у галузі спільних інвестицій) не має 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 в цінні папери одного емітента понад 5 відсотків своїх активів, крім інвестування в державні цінні папери;

*Таблиця 6.2*

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

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

- ◆ тримати в цінних паперах менш як 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 афілірована особа (тобто та, що володіє не менш як 25% інвестиційних сертифікатів, а також інвестиційний керуючий і засновники);
- ◆ давати майнові гарантії, укладати договори застави;

◆ купувати цінні папери повних та командитних товариств.

Загальний обсяг інвестиційних сертифікатів, емітованих в Україні, становить 1470 тис. грн.\*

Українські інвестиційні фонди (компанії) свою діяльність зосереджували переважно на роботі з приватизаційними паперами. Нині перед ними постала дуже складна проблема переорієнтації своєї діяльності.

## 6.2. ДЕРИВАТИВИ

**Деривативи** — це стандартні документи, що засвідчують право та/або зобов'язання придбати чи продати базовий актив (цінні папери, товари, кошти та їхні характеристики) на визначених умовах у майбутньому.

**Види деривативів**

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

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

**Опціон** — цінний папір, що засвідчує право його держателя купити, продати чи відмовитися від угоди стосовно цінних паперів (а також товарів, валюти) за обумовлену опціоном ціну і протягом терміну, що ним передбачено.

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 наведено в табл. 6.4.

Деривативи використовуються для хеджування ризиків і спекуляцій.

Таблиця 6.3

### ОСНОВНІ ВІДМІННОСТІ МІЖ Ф'ЮЧЕРСОМ ТА ФОРВАРДОМ\*

Характеристики	Ф'ючерс	Форвард
Сторони угоди	Розрахункова палата — умовний покупець (конкретний)	Два конкретні контрагенти

\* Цінні папери України. — 1998. — № 20.

\* Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. — М., 1996. — С.41—42.

	тних партнерів у контракти знеособлено)	
Права і зобов'язання	Можуть перевідступатися	Перевідступлення 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 звана «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 Zubures (підрозділ Baring Brothers у Сінгапурі) Ніка Лісона, який зробив ризиковану фінансову операцію, уклавши рекордну кількість ф'ючерсних 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'ючерсні контракти на біржах в Осаці та Сінгапурі і забезпечував прибуток на різниці в цінах. Фактично сталося так, що він вибрав невласливу позицію для ф'ючерсних 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'ючерсних контрактів, і навпаки. Власник контракту одержує або виплачує, як у даному разі, різницю між ціною покупки і реальним значенням фондового індексу на момент закінчення строку контракту.*

*Такі ф'ючерсні 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.

## Деривативи в Україні

**Опціон** — стандартний документ, укладений як стандартизований контракт, який закріплює право (але не зобов'язання) його власника на придбання від емітента опціону (опціон на купівлю) чи на продаж емітенту (опціон на продаж) у термін, визначений у ньому, зазначену кількість базового активу за зафіксованою ціною.

Опціон повинен мати такі реквізити:

- назва контракту;
- вид опціону (з поставкою або без поставки базового активу);
- сторони опціону;
- різновид опціону (опціон на купівлю, опціон на продаж);
- базовий актив опціону та його характеристики (емітент, вид та кількість цінних паперів, їхня номінальна вартість, термін обігу, інші відомості для цінних паперів; вид та кількість валюти — для коштів, кількість, асортимент — для товарів);
- ціна виконання;
- термін виконання (для опціону з виконанням протягом терміну дії) або день виконання (для опціону з виконанням у встановлену дату);
- порядок оплати придбаного (проданого) базового активу;
- розмір премії за опціоном;
- відповідальність продавця опціону в разі невиконання чи неналежного виконання зобов'язань, установлених опціоном;
- порядок розгляду спорів, що виникають під час укладення та виконання опціонів;
- адреси, підписи, печатки, реквізити банківських рахунків (для юридичних осіб) та паспортні дані (для фізичних осіб) сторін опціону.

Емітент повинен забезпечити певні гарантії, вносячи на рахунок зберігача цінних паперів належні кошти та/або державні цінні папери. Розмір гарантії підлягає регулярному перерахуванню. Цей розмір не може бути меншим, ніж сумарна вартість премій, отриманих від продажу опціонів даного випуску, та суми, яка становить 30 відсотків вартості базового активу опціонів даного випуску за ціною виконання. Якщо поточна ринкова вартість базового активу вища, ніж ціна виконання, розмір гарантії може зменшуватися до сумарної вартості премій, отриманих від продажу опціонів даного випуску, та суми, яка становить 10 відсотків вартості базового активу опціонів даного випуску за ціною виконання, тобто ціною, зафіксованою в контракті.

Різновидом опціону на купівлю є **варант**, який випускається емітентом разом із власними привілейованими акціями чи облігаціями та надає його власнику право на придбання простих акцій даного емітента протягом певного періоду за певною ціною.

Варанти можуть випускатися лише відкритими акціонерними товариствами і тільки в документарній формі. Термін дії варанту не повинен перевищувати одного року, а обсяг базового активу емітента варантів не повинен перевищувати 50% обсягу акцій. Не дозволяється випуск варантів для покриття збитків від господарської діяльності. Забезпечення варантів може гарантуватися: новим випуском акцій, які є базовим активом щодо даних варантів; укладанням договору комісії з власником базового активу в кількості, передбаченій умовами випуску варантів з розміщенням цього базового активу у зберігача; викупом у акціонерів належних їм акцій.

**Ф'ючерс** — стандартний документ, укладений як стандартизований контракт, який засвідчує зобов'язання продати (придбати) відповідну кількість базового активу у визначений час у майбутньому з фіксацією ціни базового активу під час укладання контракту.

Ф'ючерс повинен мати такі реквізити:

- назва контракту;
- вид контракту (з поставкою або без поставки базового активу);
- сторони контракту;
- базовий актив контракту та його характеристики (емітент, вид та кількість цінних паперів, їхня номінальна вартість, термін обігу; інші відомості для цінних паперів; вид та кількість валюти — для коштів; кількість, асортимент — для інших товарів);
- обсяг контракту;
- розмір початкової маржі;
- механізм визначення ціни на момент виконання;
- ціна виконання;
- одиниця виміру ціни;
- термін виконання;
- відповідальність сторін у разі невиконання чи неналежного виконання зобов'язань, установлених цим контрактом;
- порядок розгляду спорів, що виникають під час укладення та виконання контракту;
- адреси, підписи, печатки, реквізити банківських рахунків (для юридичних осіб) та паспортні дані (для фізичних осіб) сторін контракту.

Емітентом ф'ючерсу є створена фондовою (товарною) біржею або торговельно-інформаційною системою клірингово-розрахункова палата або розрахунково-кліринговий банк. Правила організації торгівлі ф'ючерсами, передбачають можливість відмови будь-якої зі сторін ф'ючерсного контракту від його виконання тільки за згодою іншої сторони контракту, а також право покупця ф'ючерсного контракту на продаж цього контракту протягом строку його дії іншим особам без погодження умов такого продажу з продавцем контракту.

ту. Ф'ючерс може перебувати в обігу не більше двох років з моменту його реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

**Форвардний валютний контракт** — це угода між двома банками, яка має на меті запобігти ризикам щодо змін у майбутньому курсів та процентних ставок за депозитами в іноземній валюті. Дві сторони угоди зобов'язані визначити певну процентну ставку та курс на певний період часу для узгодженої суми валюти, починаючи з визначеної контрактом майбутньої дати розрахунків (мінімум один місяць від дати укладення угоди).

Мета форвардних валютних контрактів — здійснити хеджування зміни депозитних ставок, або мінімізувати ризики від зміни курсів валют. Рівень ризику за форвардними валютними контрактами є різницею між узгодженою сторонами процентною ставкою за форвардним валютним контрактом та ставкою (чи її аналогом) залучення кредитів першокласними лондонськими банками (LIBOR) на дату розрахунків за цим контрактом; або різницею між курсом валюти за форвардним валютним контрактом та ринковим спот-курсом валюти на дату розрахунків.

Первинним продажем форвардного валютного контракту вважається така угода купівлі-продажу контракту, якій не передує інший форвардний контракт, однією зі сторін якого виступав покупець (продавець) цього контракту, і яка визначає його предмет: сума іноземної валюти, дати поставки та здійснення платежу тощо. За умови первинного продажу форвардного валютного контракту підлягають заповненню такі реквізити:

- номер контракту;
- місце та дата укладення;
- офіційні назви та реквізити сторін;
- вид та сума валюти, що є предметом укладення контракту;
- процентні ставки та курс валюти за контрактом;
- дати платежу та поставки валюти;
- інші реквізити, що визначають права та відповідальність сторін.

Продаж (передача) зобов'язань за форвардним валютним контрактом іншим особам до закінчення строку дії (ліквідації) контракту можливий лише за згодою покупця форвардного валютного контракту. Продаж (передача) зобов'язань за форвардним валютним контрактом іншим особам може бути здійснена покупцем без погодження з іншими сторонами контракту в будь-який час до закінчення строку його дії (ліквідації). Зміни до форвардного валютного контракту вносяться покупцем чи продавцем контракту за згодою сторін. У змінах до форвардного валютного контракту відображаються:

- номер та дата укладення контракту, до якого вносяться зміни;
- порядковий номер та дата внесення змін до контракту;

- реквізити попереднього покупця (продавця) форвардного валютного контракту та особи, яка набуває його повноважень;
- ціна продажу форвардного валютного контракту;
- умови реалізації форвардного валютного контракту: дата поставки, строк здійснення платежу.

Розірвання угоди за форвардним валютним контрактом здійснюється за відмови від названої угоди однієї зі сторін і згоди іншої сторони. Претензії щодо виконання форвардного валютного контракту можуть бути пред'явлені лише емітентові цього форвардного валютного контракту.

### 6.3. СУРОГАТИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

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

**Свідоцтва про депонування 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 знеособлювати 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 Києваду 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, дво-*

кімнатної \$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. КАС була проведена широкомасштабна дезінформація населення про те, що нібито 118 квартир вже видані вкладникам, після чого, одержавши ще 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 КАС 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», виценазовані «депозити» почали залучати грошові кошти під відсоткові векселі. Замість авалу 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 ощадний) згідно з українським законодавством — це письмове підтвердження банку про депонування грошових коштів. У складі концерну банку не було. А перейменування «ощадного» 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 в 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 інша «приємна» несподіванка. Не витримавши масового тиску вкладників, РТК «Алегро» оголосив про заміну вищеназваних документів на акції АО «ТК Алегро Холдинг інвест», які, на відміну від попередньо розміщених, не мали номера. Під час обміну номер проставлявся від руки. Такі «ЦП» не купував уже жодний торговець.*

Бізнес. — 1995. — № 12.

ЧАСТИНА III

**ІНВЕСТИЦІЙНИЙ  
АНАЛІЗ ЦІННИХ  
ПАПЕРІВ**

*Розділ 7*

**ФУНДАМЕНТАЛЬНИЙ  
АНАЛІЗ**

---

*Розділ 8*

**ТЕХНІЧНИЙ  
АНАЛІЗ**

---

Мета інвестиційного аналізу полягає у виборі цінних паперів, які інвестор може оцінити, порівняти з іншими і реально здійснити операції з ними, тобто купувати та продавати. Оскільки інвестор має вірогідну інформацію лише про минулі та поточні ціни на фондові активи, то для оцінки інвестиційних якостей останніх він повинен прогнозувати майбутні ціни та дохідність. Це здійснюється за допомогою фундаментального та технічного аналізу.

Як той, так і інший види аналізу мають своїх прибічників та супротивників, оскільки ще не існує переконливих незаперечних обґрунтувань переваг одного виду аналізу над іншим. Обидва вони широко використовуються у практиці інвестиційного аналізу.

## Розділ 7

### ФУНДАМЕНТАЛЬНИЙ АНАЛІЗ

**Ключові поняття та терміни:** типи акцій; рейтинги емітентів, акцій і облігацій; показники акцій і облігацій; методи угод і ринку капіталів; мультиплікатори.

#### 7.1. ЗМІСТ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛІЗУ

Загальна характеристика фундаментального аналізу

Фундаментальний аналіз заснований на двох базових передумовах. *Перша* з них полягає в тому, що існує можливість оцінити «справжню», або, інакше кажучи, «внутрішню» вартість цінного паперу. Згідно з *другою* — ринок з часом «правильно» оцінить внутрішню вартість, а отже, ринкова ціна наблизиться до справжньої вартості.

Фундаментальний аналіз передбачає ретельне вивчення фінансово-господарського становища емітента, прогнозування його майбутнього в контексті стану та ймовірних змін зовнішнього середовища господарювання. Основною метою фундаментального аналізу є прогнозування майбутніх доходів емітента та пов'язаних з ними дивідендів і балансової вартості акції. Визначивши їх розмір у майбутньому, переводять отримані значення у поточний час. Одержана у результаті розрахунків дисконтована вартість є «справжньою». Якщо вона вища за ринкову ціну, то акція вважається «недооціненою», тобто її варто купувати, оскільки згодом ринкова ціна наблизиться до «справжньої». В іншому разі, надто ризиковано, тобто тоді, коли ринкова ціна вища за «справжню» вартість, акція є «переоціненою» і купувати її, сподіваючись на майбутнє підвищення цін, надто ризи-

ковано. Якщо ж інвестор уже має у своєму портфелі такі акції, то їх бажано продати, а потім знову можна придбати, коли ринкова ціна врешті-решт впаде нижче за «справжню» вартість.

Логіку фундаментального аналізу наведено в табл. 7.1.

Таблиця 7.1

ЛОГІКА ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛІЗУ

Предмет аналізу	Зміст і основні цілі
Інвестиційна привабливість ринку, підприємства (галузі)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Аналіз ринку (галузі) з метою оцінки зовнішніх факторів, що формують ринкову (галузову) прибутковість, безпеку й ліквідність інвестицій</li> <li>• Оцінка місця підприємства на ринку (в 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, безпеки інвестування в підприємство</li> </ul>
Прогноз діяльності підприємства	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Прогноз майбутньої кон'юнктури ринку, оцінка майбутнього місця підприємства на ринку (в галузі) з метою визначення майбутньої прибутковості, безпеки й ліквідності інвестицій у підприємство</li> </ul>

Фундаментальний аналіз здійснюється за допомогою стандартних методів аналізу і прогнозування. Далі розглядатимемо тільки специфічні особливості такого аналізу стосовно цінних паперів.

**Типи і основні показники акцій**

Акції набувають певних характеристик в залежності від галузевої підпорядкованості емітента, його місця на ринку, стадій життєвого циклу підприємства.

У зарубіжній практиці *оцінки якості* 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 пов'язані із 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.

Характеристику акцій залежно від галузевої належності підприємства, його місця на ринку та стадії життєвого циклу наведено в табл. 7.2 — 7.4

Таблиця 7.2

**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	Колівається відповідно до стадій економічного циклу	Колівається 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 за виникнення галузі, високий під час розвитку	Низька за народження 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

Таблиця 7.3

**ОСНОВНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ АКЦІЙ  
ЗАЛЕЖНО ВІД МІСЦЯ ПІДПРИЄМСТВА НА РИНКУ**

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

Таблиця 7.4

**ОСНОВНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ АКЦІЙ НА РІЗНИХ  
СТАДІЯХ ЖИТТЄВОГО ЦИКЛУ ПІДПРИЄМСТВА**

Стадія 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 та дивідендів
Початок зростання	Низький, нестійкий	Низька	Дуже висока	Низька	На високі ризики з очікуванням майбутнього зростання курсової вартості та дивідендів
Становлення	Зростає, стабільний	Зростає	Висока, середня	Середня	На значні ризики з очікуванням майбутнього зростання курсової вартості та дивідендів
Зрілість	Високий, стабільний	Стабільна	Низька	Висока	На низькі ризики за стабільної курсової вартості та 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

Порівняльну характеристику цін на акції залежно від стану галузі зображено на рис. 7.1.



Рис.7.1. Залежність цін на акції від стану галузі

## 7.2. РЕЙТИНГОВА ОЦІНКА І ПОКАЗНИКИ АКЦІЙ ТА ОБЛІГАЦІЙ

Аналітики фондового ринку постійно відстежують фінансовий стан, оцінюють різноманітні аспекти господарської діяльності і намагаються прогнозувати перспективи розвитку емітентів. Підсумком їхньої 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 для обчислення рейтингів є *капіталізація компаній, тобто сумарна ринкова вартість емітованих фірмою акцій*. Крім того, ураховуються деякі інші характеристики, які можна розподілити 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 використовують для рейтингових оцінок журнали «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 їхньому професійному розвитку та закріпленню на фірмі;
- \* довгострокові капіталовкладення;
- \* здатність до інновацій;
- \* відповідальність перед суспільством та природою.

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

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

У таблицях 7.5 — 7.7 наведено рейтингові оцінки простих і привілейованих акцій та облігацій провідних рейтингових агентств.

*Таблиця 7.5*

**РЕЙТИНГОВА ОЦІНКА ПРОСТИХ АКЦІЙ  
(«СТАНДАРТ ЕНД ПУРС»)\***

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

\* *Бланк І.А.* Инвестиционный менеджмент. — К., 1995. — С. 188.

<b>B –</b>	низька якість
<b>C –</b>	дуже низька якість

Таблиця 7.6

**РЕЙТИНГОВА ОЦІНКА ПРИВІЛЕЙОВАНИХ АКЦІЙ  
(«КАНАДІАН БОНД РЕЙТИНГ СЕРВІС»)\***

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

Таблиця 7.7

**РЕЙТИНГОВА ОЦІНКА ОБЛІГАЦІЙ  
(«КАНАДІАН БОНД РЕЙТИНГ СЕРВІС»)\*\***

Індекс оцінки	Значення індексу
<b>A++ ⇒</b>	найвища якість (ці облігації емітовано потужними національними чи транснаціональними компаніями, які визнано лідерами у своїх галузях, і котрі мають бездоганну репутацію щодо виконання зобов'язань перед кредиторами);
<b>A+ ⇒</b>	дуже добра якість (такі самі, як облігації <b>A++</b> , але мають дещо нижче відношення активів до боргу);
<b>A ⇒</b>	добра якість (облігації мають позитивні характеристики, але є уразливими за колівань ринкової кон'юнктури);
<b>B++ ⇒</b>	середня якість (облігації 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, немає впевненості, що воно поліпшиться);
<b>C ⇒</b>	спекулятивні види облігацій (емітент — молода компанія, немає впевненості в її майбутньому);

\* *Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. — Самара: Самвен, 1992. — С. 113.

\*\* Там само. — С. 91—92.

<b>D ⇒</b>	виплату відсотків припинено, компанія може перебувати в процесі ліквідації;
<b>S ⇒</b>	рейтинг вилучено

Підтвердженням корисності використання інформації, що її подано в рейтингах, є зростання попиту на такі відомості, яке привело до збільшення кількості рейтингових агентств. Якщо на початку 80-х років у світі їх було лише сім (п'ять у США та два в Канаді), то на кінець 90-х років рейтингових агентств існує близько 20.\* Справді, **емітентам** рейтинги відкривають доступ до ринків публічних та приватних розміщень капіталу; сприяють розширенню фондового ринку через диверсифікацію джерел капіталу інвесторів та міжнародні ринки; поліпшують умови ціноутворення. Для **інвесторів**, завдяки незалежній оцінці, вони є важливими індикаторами капіталовкладень і сприяють підвищенню ліквідності вторинного ринку.

В Україні існує певний досвід складання рейтингів емітентів та їхніх цінних паперів. Але довіра до таких рейтингів невисока, оскільки **Рейтинги в Україні** за базу розрахунків вимушено береться обмежена та часто недостовірна інформація. Нижче наведено склад регулярної інформації, котру емітенти зобов'язані публікувати в засобах масової інформації не менше одного разу на рік.

### Вірю — не вірю

*Рейтинги для нас явище досить нове. Найбільш відомі з них продукуються асоціаціями професійних учасників окремих ринків — Асоціацією українських банків, ПФТС, УАІБ тощо. Щодо періодичних видань, то бізнес-рейтинги друкувалися в «Інвестгазеті», «Компаньони» та «Ділі».*

*Жоден із вищезазваних продуктів не належить до «прогнозних». Усі вони відображують «давно минулі дні». До умовно-розрахункових можна віднести рейтинги ПФТС, але й вони є звичайним простим розподілом об'єктів, виходячи з кількості угод або їхнього обсягу. Інші продукти робляться виходячи із соціологічних опитувань або на базі фінансової звітності підприємств, щодо яких складається рейтинг.*

*Саме така звітність, а точніше, брак її, і є головною проблемою при складанні українських рейтингів. Про непрозорість вітчизняних суб'єктів господарювання говорилося багато. Проте й досі нічого не змінилося.*

*Комерційною тасмницею може бути майже все — від телефону генерального директора до розміру статутного фонду та чисельності персоналу. Багато хто не бажав надавати дані, побоюючись, наприклад, засвітитися перед податковою адміністрацією.*

*Відповідно та інформація, що надається, особливо стосовно отриманих прибутків, є дуже сумнівною. Як мовиться, якщо в підприємства добрий прибуток — у нього поганий бухгалтер.*

\* Цінні папери України. — 1998. — № 15.

Таблиця 7.8

**ІНФОРМАЦІЯ, ЩО ЇЇ ЗОБОВ'ЯЗАНИЙ ПУБЛІКУВАТИ  
ІМІТЕНТ У ДРУКОВАНИХ ОРГАНАХ**

Найменування емітента	
Код за ЄДРПОУ	
№ свідоцтва про державну реєстрацію товариства та дата видачі свідоцтва	
Місцезнаходження	
Телефон	
Факс	
Основні види діяльності	
Кількість акціонерів	
Кількість власників облігацій	
Чисельність працівників	
Статутний фонд (для ВАТ): — прості акції (кількість та частка в статутному фонді) — привілейовані акції (кількість та частка в статутному фонді)	
Дата проведення останніх зборів акціонерів (для ВАТ)	
Найменування та місцезнаходження юридичної особи, уповноваженої емітентом продавати (купувати) його цінні папери	
Найменування та місцезнаходження юридичної особи, уповноваженої емітентом виплачувати дохід на його цінні папери	
Дата та термін виплати дивідендів, якщо вони будуть виплачуватися	

Показник	Рік	
	звітний	попередній
1. Виручка від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)		
2. Балансовий прибуток (збиток)		
3. Усього за активами балансу		
4. Усього зобов'язань		
5. Статутний фонд (довідка: номінальна вартість акції)		

6. Нерозподілений прибуток		
7. Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію		
8. Дивіденди, сплачені на одну просту акцію		

Якщо є можливість оперувати достатньою з позицій повноти та вірогідності інформацією, то рейтинг акцій українських підприємств може виглядати таким чином (табл. 7.9).

Таблиця 7.9

**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 погіршати в періоди зміни кон'юнктури
4 ранг	Середня інвестиційна привабливість	Акції мають середні характеристики, які можуть ще погіршати 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 їхньої ціни показано на рис. 7.2.

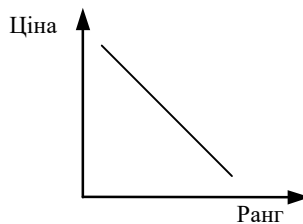


Рис. 7.2. Залежність рейтингової оцінки акцій від їхньої ціни

Показники акцій і облігацій

Властивості **акцій** окремих корпорацій оцінюються за допомогою системи показників (рис.7.3).



Рис. 7.3. 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:

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

де  $V_{A.K.}$  — 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:

$$C_a = A_p / A_b,$$

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

• **Прибуток на акцію** — уможливорює 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. Якщо порівнювати цей показник стосовно акцій кількох підприємств, найбільш інвестиційно привабливими будуть акції з найменшим коефіцієнтом:

$$k_{ц/д} = \frac{A_p}{\Pi_A},$$

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** — дає змогу оцінити забезпеченість привілейованих акцій чистими активами емітента, а отже, визначити ступінь захищеності капіталу інвестора:

$$k_3 = \frac{r_{AK}}{Q_{np}},$$

де  $k_3$  — коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій;  $r_{AK}$  — чисті активи акціонерного товариства;  $Q_{np}$  — кількість емітованих привілейованих акцій.

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

$$k_L = \frac{V_{\text{проп}}}{V_{\text{прод}}},$$

де  $k_L$  — коефіцієнт ліквідності акцій;  $V_{\text{проп}}$  — загальний обсяг пропозиції акцій;  $V_{\text{прод}}$  — реальний обсяг продажу акцій.

• **Коефіцієнт «пропозиції-попиту»** — свідчить про співвідношення цін пропозиції та попиту:

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

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

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

$$k_{OB} = \frac{V_{\text{прод}}}{K_{\text{в.а.}}},$$

де  $k_{OB}$  — коефіцієнт обігу акцій;  $V_{\text{прод}}$  — реальний обсяг продажу акцій;  $K_{\text{в.а.}}$  — капіталізована вартість акцій.

Для характеристики якостей **облігацій** використовуються такі показники:

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

$$D_o = \frac{H_{\text{пр}} O_n}{O_p},$$

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

• **Ціна конверсії** — ціна, за якою облігація може бути конвертована в акцію.

• **Конверсійна премія** — характеризує вигоди (збитки) інвестора за конвертації облигацій в акції:

$$П.к. = A_{р.к.} - O_k,$$

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

• **Коефіцієнт конверсії** — показує кількість акцій, що їх отримано 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.

### 7.3. ФІНАНСОВА ОЦІНКА ЦІННИХ ПАПЕРІВ

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

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

де  $V_{\text{пер}}$  — 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 на які і борг сплачуються наприкінці обумовленого терміну, визначається за:**

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

де  $V_T$  — розрахункова вартість боргових цінних паперів, дохід на які і борг сплачуються наприкінці обумовленого терміну.

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

$$V_{\text{о.к.}} = A_p \cdot k_k,$$

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 в різних 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 дохідності акції даного типу.

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

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

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 в різних періодах**, обчислюється так:

$$A_{\text{змін}} = \frac{D_1}{1+g} + \frac{D_2}{(1+g)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+g)^n} + \frac{V}{(1+g)^{n+1}} / g,$$

де  $A_{\text{змін}}$  — розрахункова вартість акцій, розмір дивідендів на які змінюється;  $D_1 \dots D_n$  — дивіденди у роках прогнозу;  $V$  — вартість акцій у постпрогнозний період;  $n$  — кількість років прогнозування.

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

**Розрахункова вартість похідних цінних паперів**

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

де  $V_{i.c.}$  — розрахункова вартість інвестиційного сертифіката;  $f$  — функціональна залежність;  $D$  — дивіденди та проценти, що припадають на один інвестиційний сертифікат;  $V$  — виручка 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 опціона;  $D$  — дивіденди на акцію;  $C_{\text{опц.}}$  — співвідношення поточної ринкової вартості акції з ціною акції, визначеної у опціоні;  $n_{\text{опц.}}$  — термін дії опціона;  $r$  — 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 ризики для конкретного фондового інструмента:

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

де  $g$  — рівень дохідності конкретного виду цінних паперів;  $r$  — безризикова (безпечна) ставка дохідності;  $\beta$  — бета-коефіцієнт;  $K_m$  — рівень дохідності фондового ринку.

Бета-коефіцієнт визначає: по-перше, вплив загальної ситуації на фондовому ринку на конкретний цінний папір — коли бета-коефіцієнт є позитивним, то ефективність цінного паперу буде аналогічною ефективності ринку; за від'ємного значення коефіцієнта ефективність цінного паперу буде знижуватися за підвищення ефективності ринку. По-друге, цей коефіцієнт є мірилом ризику інвестицій у конкретні цінні папери: якщо його значення перевищує одиницю — ризик інвестицій вищий за середній на ринку; за меншого значення — навпаки.

#### 7.4. ПОРІВНЯЛЬНА ОЦІНКА АКЦІЙ

Порівняльний метод оцінки вартості акцій виходить з того, що такі самі інтереси в підприємствах продаються (купуються) за таку саму ціну. Особливістю методу є орієнтація його на використання

**Загальна характеристика методу оцінки** ринкових цін на аналогічні цінні папери схожих підприємств і на фактично досягнуті результати діяльності підприємства, акції якого оцінюються. Такий підхід забезпечує істотні переваги у порівнянні з фінансовою оцінкою. Вони полягають у тому, що оцінка орієнтується на фактичні ціни купівлі-продажу, що склалися на ринку, тобто ціна визначається ринком, а не коректністю виконаних розрахунків; основою оцінки є поточна інформація, що відбиває фактично досягнуті результати — вона є вірогіднішою за прогнози; ураховуються фактичні співвідношення між попитом і пропозицією стосовно аналогічних об'єктів, що підвищує обґрунтованість вартості, оскільки вона відбиває поточну ринкову ситуацію.

Поряд з названими безперечними перевагами порівняльний метод має і кілька недоліків. Насамперед для його використання необхідний активно функціонуючий ринок підприємств — тільки в цьому разі можливий вибір досить представницьких аналогів. Крім того, ринок має бути прозорим, тобто з доступною необхідною інформацією. Поки не виконуються ці дві умови, оцінка порівняльним методом матиме обмежене застосування.

Порівняльний метод використовується у вигляді методу ринку капіталів та методу угод.

**Метод ринку капіталів** ґрунтується на цінах, що склалися на фондовому ринку на акції аналогічних підприємств. Оскільки базою оцінки є вартість однієї акції, остільки в «чистому» вигляді метод використовується для оцінки мінотарних пакетів акцій, тобто тих, що не забезпечують контролю. Проте існують способи, що уможливають перехід від оцінки мінотарного пакета до контрольного або вартості всього підприємства.

**Метод угод** передбачає використання цін придбання контрольних пакетів акцій або підприємств у цілому. Він також дає можливість переходу від вартості всього підприємства (контрольного пакета акцій) до вартості мінотарного пакета.

<b>Технологія оцінки</b>	Технології застосування двох різновидів порівняльного методу збігаються. Відмінність полягає в тому, що при оцінці методом ринку капіталів за вихідну інформацію беруть ціну однієї акції, а при оцінці методом угод — ціну контрольного пакета (підприємства). Далі проводять:
--------------------------	---

- ◆ вибір об'єктів-аналогів;
- ◆ розрахунок мультиплікаторів, тобто співвідношень між ціною аналогів і певним фінансовим показником діяльності;
- ◆ застосування мультиплікаторів до оцінюваного об'єкта.

Вибір аналогів здійснюється за критеріями порівняльності. Як такі виступають: сфера діяльності; масштаб підприємств; фінансовий стан; якість менеджменту.

Мультиплікатор — це показник, що зіставляє вартість акції (вартість контрольного пакета або підприємства) з фінансовою базою:

$$M = \frac{C}{\Phi},$$

де  $M$  — мультиплікатор;  $C$  — вартість об'єкта (акції, контрольного пакета акцій або підприємства);  $\Phi$  — показник фінансової бази.

Основними мультиплікаторами є: вартість/ капітал; вартість/ чисті активи; вартість/виручка; вартість/ грошовий потік; вартість/ прибуток; вартість/ дивіденд. Кожний із наведених мультиплікаторів має певні переваги і недоліки та використовується в конкретних ситуаціях.

Застосування мультиплікаторів до оцінюваного об'єкта робиться відповідно до таких правил.

1. Мультиплікатори повинні мати мінімальний розкид розмірів. Виявлені під час розрахунків екстремальні значення мультиплікаторів відкидаються.

2. Вибрані мультиплікатори мають бути застосовані до фінансової бази підприємства, акції якого оцінюються, коректно, тобто так, щоб це відповідало способу обчислення відповідних мультиплікаторів для порівнюваних об'єктів.

3. Використання в оцінці одного мультиплікатора передбачає виконання таких процедур: розрахунок мультиплікатора для кожного з підприємств-аналогів; відкидання отриманих екстремальних значень; розрахунок середнього значення мультиплікатора; оцінка вартості множенням середнього значення мультиплікатора на фінансову базу підприємства, акції якого оцінюються:

$$C_A = M_{cp} \Pi_1,$$

де  $C_A$  — вартість;  $M_{cp}$  — середнє значення мультиплікатора;  $\Pi_1$  — фінансовий показник підприємства, акції якого оцінюються.

4. Використання різних видів мультиплікаторів може спричинити отримання в підсумку різних значень вартості. У цьому разі можливі два варіанти оцінки підсумкової вартості. За першим — визначається середнє з усіх отриманих значень. Це відбувається в тому разі, коли існує однакова довіра до всіх мультиплікаторів. Якщо різні мультиплікатори по-різному відповідають характеристикам об'єкта оцінки, використовується метод зважування (другий варіант оцінки).

Вартість визначається в такий спосіб:

$$C_A = \frac{C_{A1} + \dots + C_{An}}{n} \text{ (перший варіант),}$$

$$C_A = \frac{C_{A1} Y_1 + \dots + C_{An} Y_n}{n} \text{ (другий варіант),}$$

де  $C_{A1} \dots C_{An}$  — вартість, що отримано за допомогою  $n$  числа мультиплікаторів;  $Y_1 \dots Y_n$  — питома вага мультиплікаторів від 1 до  $n$  ( $Y_1 + \dots + Y_n = 1$ ).

5. Можна здійснювати розрахунок вартості, виходячи з усіх показників фінансової бази. Для цього вибирають регресійну модель, що має такий вигляд:

$$C_A = a_0 + a_1 P_1 + a_{11} P_1^2 + a_2 P_2 + a_{22} P_2^2 + \dots \\ \dots + a_6 P_6 + a_{66} P_6^2,$$

де  $a_0$  — постійний коефіцієнт;  $a_1 \dots a_{66}$  — коефіцієнти регресійної моделі;  $P_1 \dots P_6$  — кількісні значення показників фінансової бази.

Для розрахунку коефіцієнтів  $a_1 \dots a_{66}$  необхідно не менше 12 наборів  $P_1 \dots P_6, P_1^2 \dots P_6^2$ , тобто мінімум 12 об'єктів-аналогів з відповідними показниками. Крім того, мають бути відомі значення вартостей аналогів.

6. Підсумкове значення вартості треба скоригувати залежно від методів розрахунків і конкретного становища підприємства, акції якого оцінюються. Коригування робиться внесенням поправок, що є знижками або надбавками до вартості. Найбільш типовими є поправки: на повний контроль; недостатню ліквідність; наявність активів, що не використовуються; наявність власних оборотних коштів; потребу в інвестиціях. Якщо під час розрахунків використовувався метод ринку капіталів, а метою оцінки було визначення вартості контрольного пакета акцій чи 100% контролю на підприємством, то просте множення вартості однієї акції на кількість акцій не покаже «справедливої вартості» контролю над підприємством. Це пов'язано з тим, що акції мають різні властивості, а отже, і різну фактичну вартість. Тому рух до 100% контролю потребує надбавки до вартості; рух у зворотному напрямку — знижки.

Залежність вартості пакета акцій від його розміру показано на рис. 7.4

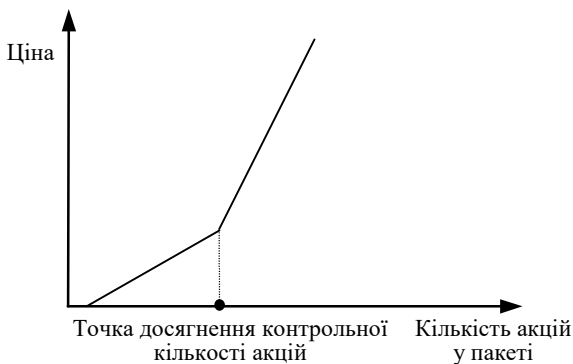


Рис. 7.4. Залежність вартості пакета акцій від розміру контрольного пакета

Використання поправки на недостатню ліквідність (у вигляді знижки) пов'язано насамперед з оцінкою акцій закритих акціонерних товариств, оскільки вони менш ліквідні, ніж акції відкритих компаній. Останнє пояснюється, як браком вільного продажу таких акцій, так і обов'язком власника акцій у разі їх реалізації запропонувати ці акції передовсім співзасновникам.

Схему, що характеризує співвідношення між меншою і контрольною частками в підприємствах показано на рис. 7.5.

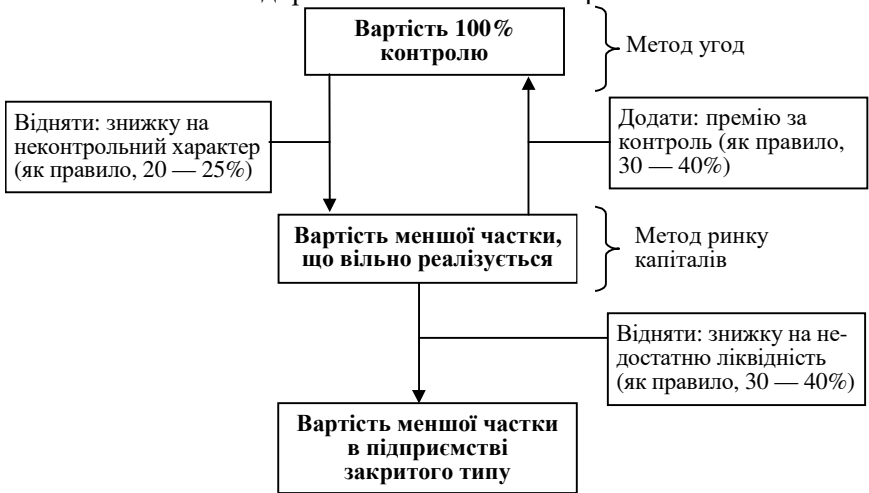


Рис. 7.5. Співвідношення між контрольними і неконтрольними частками у підприємствах\*

\* Лінг Р. Основы анализа и оценки бизнеса. — М., 1995.

## Розділ 8

### ТЕХНІЧНИЙ АНАЛІЗ

**Ключові поняття та терміни:** біржові графіки; «японський свічник»; тренди; розриви; змінні середні; фільтри; графічні зворотні моделі; фондові індекси.

#### 8.1. ОСНОВИ ПОБУДОВИ ГРАФІКІВ

Технічний аналіз на відміну від фундаментального виходить з діаметрально протилежних передумов. *По-перше*, він базується на мінусі та поточній ринковій поведінці фондових цінностей. *По-друге*, визнає, що аналіз саме такої поведінки дає змогу визначити майбутню спрямованість ціни та її значення.

Зміст технічного аналізу

Технічний аналіз не передбачає вивчення економічного стану і перспектив емітентів, оскільки вважає, що вони вже враховані ринком в оцінці поточної ціни активів. Тому він бере за основу біржові дані котирування акцій. Метою технічного аналізу є пошук стійких повторюваних конфігурацій цін. Аналіз проводиться за допомогою графіків, а отримані конфігурації, що відображають ринкову поведінку активів, класифікуються. Якщо колишня та поточна інформація про поведінку конкретного цінного паперу відповідає певному типу конфігурації, то саме такий тип стає основою для прогнозування майбутньої ціни.

Графічні картини фондового ринку відрізняються великою різноманітністю форм. До основних видів графіків можна віднести:

- біржовий графік;
- лінійний графік ціни закриття;
- точкову діаграму;
- «японський свічник».

Спільним для всіх графіків є те, що цінові зміни відображаються по вертикалі, а часові — по горизонталі. Обсяги торгів указують у нижній частині графіка вертикальними рисками під відповідними ціновими показниками. Як правило, для показу обсягів торгів використовується друга шкала ординат.

Стандартні ситуації, що характеризують взаємозв'язок цін і обсягів торгів, наведено в табл. 8.1.

## ВИДИ РИНКУ ЗАЛЕЖНО ВІД ЦІН ТА ОБСЯГІВ ТОРГІВ

Ціна	Обсяг торгів	Ринок
підвищується	зростає	«бичачий»
підвищується	знижується	«ведмежий»
знижується	зростає	«ведмежий»
знижується	знижується	«бичачий»

**Біржовий графік I** Сутність біржового графіка ілюструють рис. 8.1, 8.2.

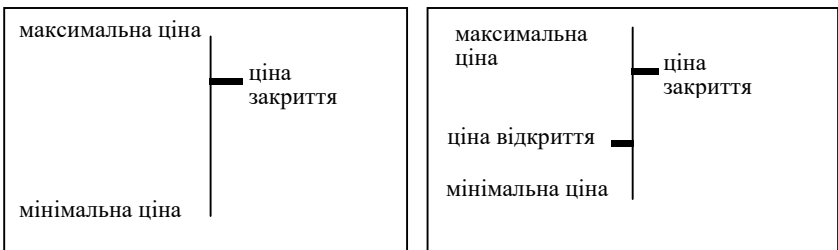
**Біржовий графік II**

Рис. 8.1. Різновиди біржового графіка

На цих рисунках вертикальна риска з'єднує максимальну та мінімальну ціну, а горизонтальні риски — це ціна відкриття (торгової сесії) та ціна закриття, тобто ціна останньої угоди на торгах. Різниця між двома біржовими графіками полягає в тому, що другий містить інформацію про ціну відкриття. Такі графіки, однак, не дуже поширені, оскільки ціна закриття є здебільшого ціною відкриття наступних торгів.

Біржовий графік в узагальненому вигляді показано на рис. 8.2.

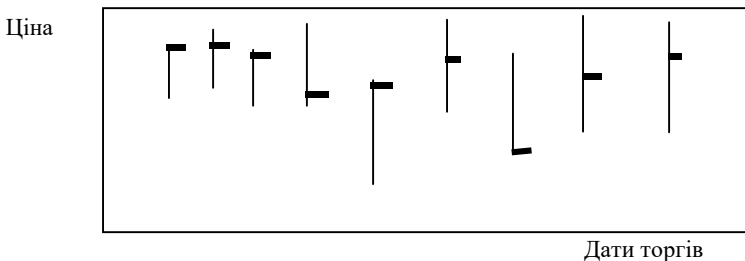


Рис. 8.2. Узагальнений біржовий графік

**Лінійний графік ціни закриття** Лінійний графік ціни закриття (рис. 8.3) оперує двома видами інформації — ціною останньої угоди та обсягами торгів. Деякі аналітики вважають, що хоча ціна закриття не завжди повно відтворює події, котрі відбувалися на ринку, але цей графік є придатним для ринків, що розвиваються, вартість цінних паперів на яких (у межах торгової сесії) змінюється мінімально.

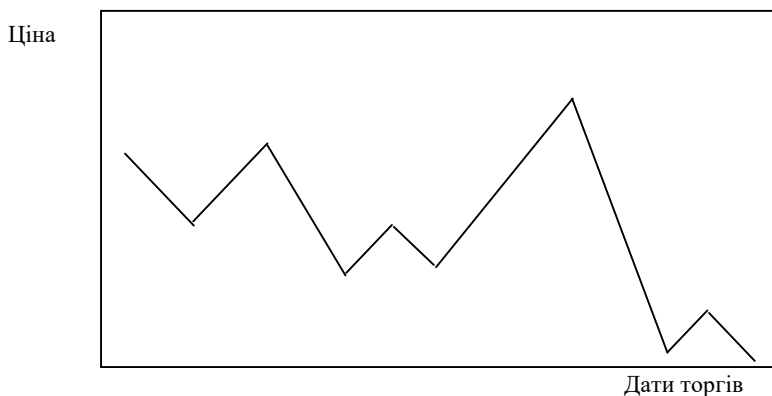


Рис. 8.3. Лінійний графік ціни закриття

**Точкова діаграма**

Точкова діаграма будується на основі матриці, в якій знаком «X» відображаються позитивні зміни у ціні, а знаком «O» — негативні (рис. 8.4)

Ціна

g	X	
f	X	O
e	X	O
d	X	O
c		O
b		O
a		

Стовпчик підвищення ціни      Стовпчик зниження ціни

Рис. 8.4. Елементи точкової діаграми

Точкові діаграми можна будувати на підставі максимальних і мінімальних цін, цін закриття і відкриття.



Окремі «свічки» мають різні форми залежно від цін, що склалися під час торгів. Нижче наведено найбільш поширені типи «свічників» та характеристика стану ринку, що відповідає такій конфігурації\*.

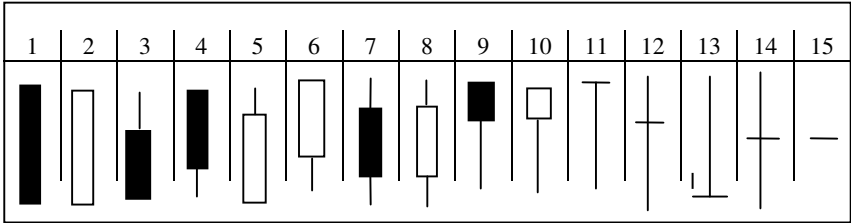


Рис. 8.8. Типи «свічників»

Інтерпретація:

1. Надзвичайно сильна дія «ведмедів» на ринку.
2. Надзвичайно сильна дія «биків» на ринку.
3. Наявність «ведмедів» на ринку.
4. Те саме.
5. Наявність «биків» на ринку.
6. Те саме.
7. Нейтральний ринок.
8. Те саме.
9. На знижувальному тренді — дія «биків»; на підвищувальному — «ведмедів».
10. Те саме.
11. Точка зміни тренду.
12. Те саме.
13. Кінець знижувального тренду.
14. Точка зміни тренду.
15. Можлива точка зміни тренду.

## 8.2. ВИМІРЮВАННЯ ТРЕНДІВ

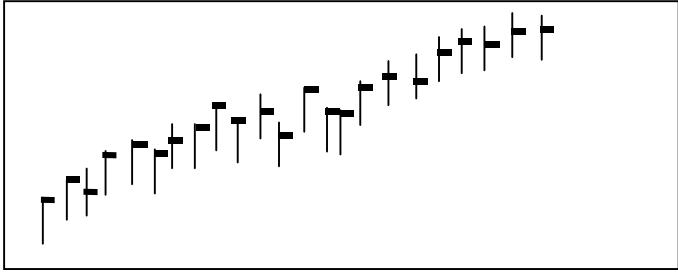
Тренди — це графічно зображені тенденції, що характеризують переважне спрямування ринкових цін. Відповідно до можливих

«маршрутів» тренди можуть бути зростаючими, знижувальними або бічними. Зростаючий тренд характеризує поступове підвищення цін, відповідно знижувальний — зниження цін. Бічний тренд описує горизонтальний рух цін.

На рис. 8.9—8.11 графічно зображено названі типи трендів.

\* Кузнецов М.В., Овчинников А.С. Технический анализ рынка ценных бумаг. — М.: ИН-ФРА, М, 1996. — С. 22.

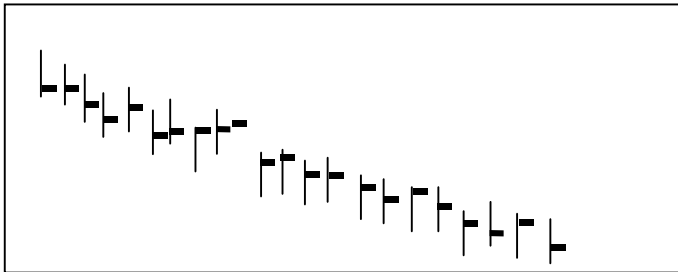
Ціна



Дати торгів

Рис. 8.9. Зростаючий тренд

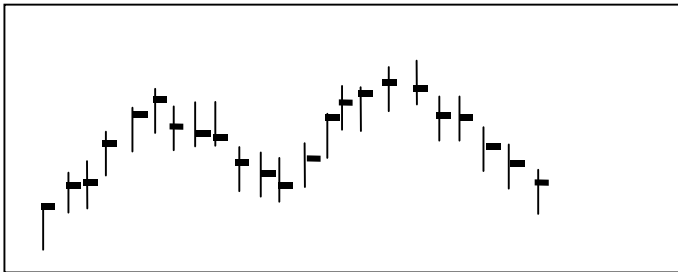
Ціна



Дати торгів

Рис. 8.10. Знижувальний тренд

Ціна



Дати торгів

Рис. 8.11. Бічний тренд

Згідно з критерієм тривалості тренди поділяються на такі види:

- ◆ короткострокові (як правило, не більше 3-х місяців);
- ◆ середньострокові (як правило, від 3 до 6-ти місяців);
- ◆ довгострокові (понад 6 місяців).

**Розриви** Розриви відображують стан ринку, що характеризується браком угод. Вони можуть мати місце як за зростаючого, так і за знижувального трендів.

Побудова трендів різних видів уможливило аналіз розривів з різних позицій і визначення їхніх характерних ознак. Так, щоденні графіки дають змогу характеризувати розриви за мінімально короткостроковою динамікою цін. Побачити їх на тижневих та місячних графіках неможливо, оскільки на останніх кожний день репрезентовано лише трьома цінами, що унеможливило урахування коливання цін протягом дня. З іншого боку, розриви, що виникають за побудови триваліших трендів, дають змогу аналізувати й триваліші цінові зміни.

Розриви поділяються на: неважливі та важливі

*Неважливі розриви* — це ті, котрі прямо не пов'язані із ситуацією, що складається на фондовому ринку. Вони виникають у зв'язку з виплатою дивідендів на акції, які обертаються на ринку, або характеризують спред між заявками.

*Важливі розриви* свідчать про виникнення нової цінової ситуації. Оскільки тренди характеризують загальну тенденцію цін, остільки існують спеціальні способи, що дають змогу згладжувати цінові коливання та виявляти реальну тенденцію цінових змін, яка проявляється на ринку.

**Згладжування цінкових коливань** Найбільш поширеними з них є використання або змінних середніх, або так званих «фільтрів».

Застосування *змінних середніх* до цінових трендів уможливило усереднення рівня цін. Використовуються прості та зважені змінні середні.

Розрахунок простої змінної середньої — це визначення середнього арифметичного членів часового ряду:

$$M_t = \frac{1}{t} \sum_{i=1}^t P_i,$$

де  $t$  — кількість інтервалів усереднення;  $P_i$  — значення цін.

Зважена змінна середня розраховується із застосуванням для кожного значення ціни коефіцієнта вагомості. Коефіцієнти можуть ураховувати ступінь старіння даних. Добутки, що отримані в результаті, підсумовують, та їхнє загальне значення ділять на суму коефіцієнтів вагомості:

$$M_z = \frac{\sum_{i=1}^t P_i W_i}{\sum_{i=1}^t W_i},$$

де  $W_i$  — коефіцієнт вагомості для  $i$ -го періоду.

Застосування «фільтрів» передбачає дещо інший механізм «гасіння» не характерних для тренду цінових значень. Так званий «часовий фільтр» — це затримка в аналізі тренду, яка базується на тій zasadі, що за час цієї затримки випадкові сигнали (ціни) зникнуть, і цінова ситуація проявиться як загальна тенденція. Інший підхід використовує «торгові діапазони» навколо змінної середньої. «Торговий діапазон» визначає діапазон існування майбутніх цін у межах змінних середніх з певною ймовірністю.

### 8.3. ГРАФІЧНІ ЗВОРОТНІ МОДЕЛІ

За зміни трендів часто виникають ситуації, що повторюються. Здебільшого вони трапляються за зміни тренду на тренд зі зворотним напрямком. *Моделі, що описують стандартні зміни у тренді, є графічними зворотними моделями.* З їхньою допомогою визначають майбутні зміни цін, а отже, приймають рішення про купівлю чи продаж цінних паперів.

Найбільш поширеними є моделі:

- ◆ ключові;
- ◆ плечові;
- ◆ «блюдця»;
- ◆ трикутники;
- ◆ прямокутники;
- ◆ M та W-подібні;
- ◆ «кліни»;
- ◆ V-формації

Моделі можуть бути також і комбінованими.

Ключові зворотні моделі (рис. 8.12) виступають у двох видах — верхня та нижня. Верхня модель описує швидке підвищення цін, яке потім змінюється на зниження. Згідно з нижньою моделлю ціни спочатку різко падають, а потім — підвищуються.

Найчастіше ключові зворотні моделі трапляються під час одного торгового періоду. Для них характерний значний обсяг торгів.

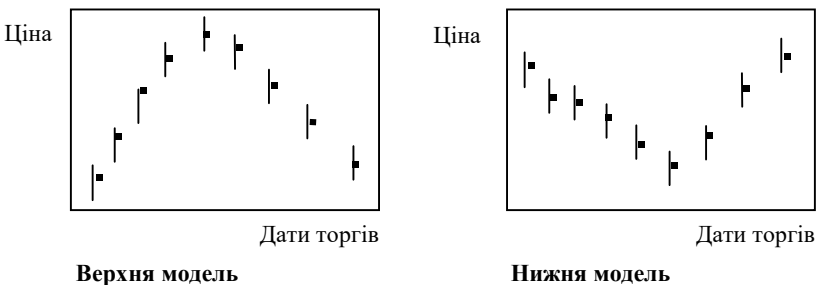
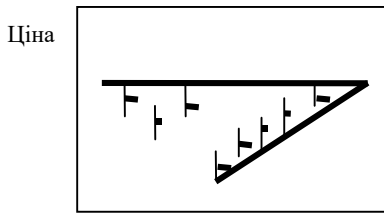
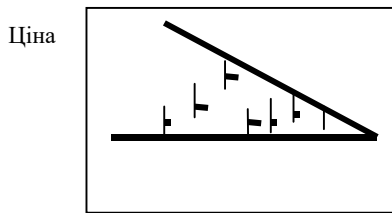


Рис. 8.12. Ключові зворотні моделі





Дати торгів  
Трикутники, що піднімаються

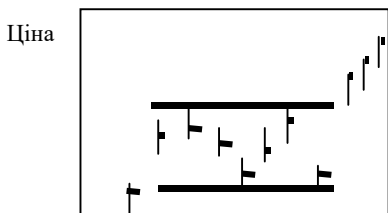


Дати торгів  
Трикутники, що падають

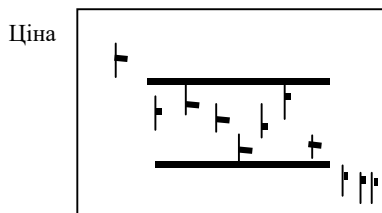
Рис. 8.15. Трикутники

Прямокутники (рис. 8.16) характеризують коливання цін у межах двох практично горизонтальних ліній. Коли ціна досягає своєї нижчої межі, починається скупка цінних паперів, яка веде до підвищення цін, що триває до верхньої точки («бичачий» прямокутник); це значно збільшує обсяг продажу, через що ціни знижуються («ведмежий» прямокутник).

У цих моделях ціна закриття вказує на напрям майбутнього тренду. Коли ціна закриття піднялася за верхню межу моделі, то це свідчить про майбутнє зростання цін. Падіння цін закриття нижче за нижню межу показує, що починає переважати тенденція падіння.



Дати торгів  
«Бичачий» прямокутник



Дати торгів  
«Ведмежий» прямокутник

Рис. 8.16. Прямокутники

*M* та *W*- подібні моделі (рис. 8.17) показують подвійне підвищення або падіння цін, відповідно. Обсяги торгів у *M*-подібній моделі зменшуються в русі від першого піку до другого. У *W*-подібних моделях після другого зниження цін спостерігається збільшення обсягів торгів.

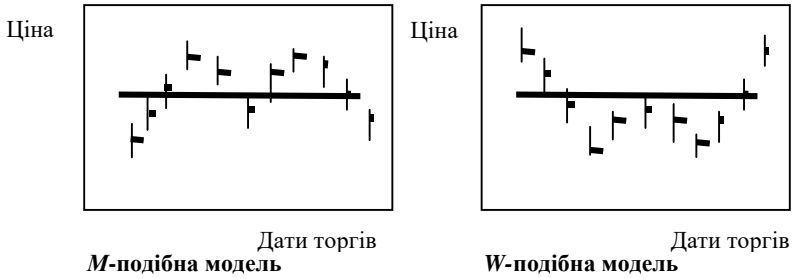


Рис. 8.17. М та W-подібні моделі

У «клинах» (рис. 8.18) ціни перебувають між двома лініями, які сходяться. Наявність цін за нижчою межею «клина», що піднімається, свідчить про подальше зниження цін; навпаки, падаючий «клин», за якого ціни виходять за верхню межу, свідчить про майбутнє підвищення цін.

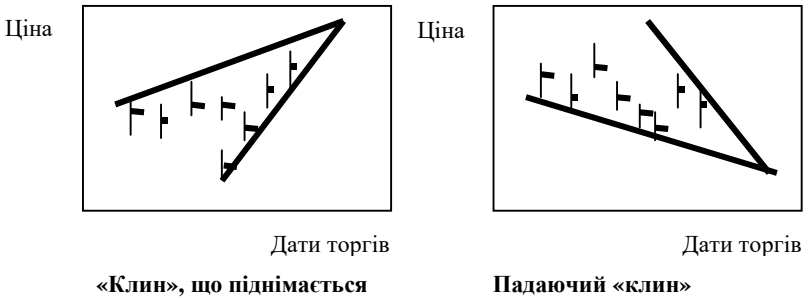


Рис. 8.18. «Клини»

Для цих моделей (рис. 8.19) є характерним швидкий рух цін, коли поведінка цін є непередбаченою. Обсяги торгів є значними протягом усього періоду дії моделі; результатів можна досягти в межах стрибка цін.

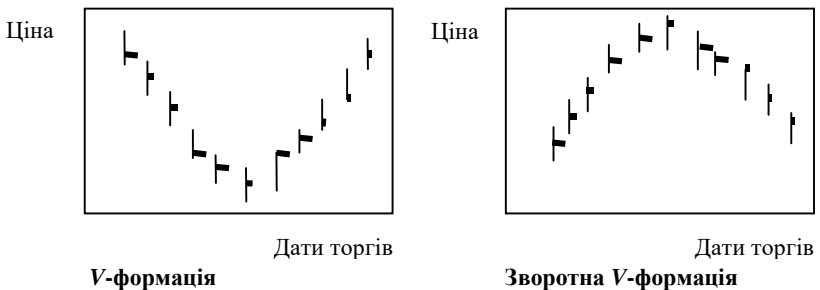


Рис. 8.19. V-формації

#### 8.4. ФОНДОВІ ІНДЕКСИ

**Фондові індекси** Для аналізу та оцінки організаційно оформленого ринку цінних паперів використовуються показники індексного характеру — так звані **фондові індекси, що характеризують стан фондового ринку на підставі біржових цін і зазначають тенденцію курсів цінних паперів.**  
Характеристики фондових індексів наведено в табл. 8.2.

Таблиця 8.2

ХАРАКТЕРИСТИКИ ФОНДОВИХ ІНДЕКСІВ

Класифікаційні ознаки	Види фондових 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 за галузями 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>

Тривалий термін функціонування організаційно оформлених ринків у розвинутих країнах уможливив використання постійних загальноновизнаних фондових індексів.

**Фондові індекси українського ринку** В Україні нині ще не склалося єдиної методології розрахунку національного фондового індексу. Індекси розробляються переважно аналітичними службами інвестиційних компаній та торговців передусім для власних потреб. Кількість цінних паперів, що входять у базу індексів, обмежена, оскільки існує обмежена кількість ліквідних фондових цінностей. Ця обставина поки що не дає змоги використовувати індекси для узагальнюючої оцінки українського фондового ринку.

Нижче наведено методику обчислення фондового індексу IPI-U, який розраховується інформаційними агентствами «Інтерфакс-Україна» спільно з компанією «Полар-Інвест»\*

\* Бізнес. — 1999. — № 4.

Основними характеристиками індексу є:

- дата початку розрахунку → 1 січня 1999 р.;
- періодичність обчислення → похвилинно;
- базове значення → 1000;
- джерело даних → позабіржова фондова торговельна система;
- лістинг → найбільш ліквідні акції; зміни в лістингу проводяться щомісяця;
- одиниця виміру → обчислюється виходячи з доларових цін акцій.

Індекс розраховується за формулою:

$$IPI-U = IPI_{(0)} M_{\text{cap}} / M_{\text{cap}(0)},$$

де  $IPI-U$  — поточне значення індексу;  $IPI_{(0)}$  — минуле значення індексу;

$M_{\text{cap}}$ ,  $M_{\text{cap}(0)}$  — сумарна поточна та минула ринкова капіталізація підприємств, що входять у лістинг індексу.

$$M_{\text{cap}} = \sum_{i=1}^n P_i K_i,$$

де  $P_i$  — ціна  $i$ -ої акції;  $K_i$  — кількість акцій  $i$ -го емітента, що перебувають в обігу;  $n$  — кількість емітентів у лістингу індексу.

$$P_i = (P_{\text{ask}} + P_{\text{bid}} + P_{\text{mask}} + P_{\text{mbid}} + P_V + P_k),$$

де  $P_{\text{ask}}$  — середньозважене котирування пропозиції;  $P_{\text{bid}}$  — середньозважене котирування попиту;  $P_{\text{mask}}$  — найліпше (мінімальне) котирування пропозиції;  $P_{\text{mbid}}$  — найліпше (максимальне) котирування попиту;  $P_V$  — скоригована за співвідношенням обсягів попиту і пропозиції середня ціна;  $P_k$  — скоригована за співвідношенням кількості котирувань попиту і пропозиції середня ціна.

# ЧАСТИНА IV

## ОПЕРАЦІЇ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ НА УКРАЇНСЬКОМУ ФОНДОВОМУ РИНКУ

### *Розділ 9*

#### **ПЕРВИННЕ РОЗМІЩЕННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

---

### *Розділ 10*

#### **ОБІГ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

---

### *Розділ 11*

#### **УЧАСНИКИ РИНКУ 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 поділяється на первинний та вторинний.  
**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 цю діяльність здебільшого здійснюють 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 за 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 регулюється законодавством України щодо цінних паперів.

Цінні папери, перед тим як потрапити на вторинний ринок, проходять процес первинного розміщення серед інвесторів.

**Емітентом цінних паперів** може бути юридична особа, яка від свого імені випускає цінні папери і зобов'язується виконувати обов'язки, що випливають з умов їхнього випуску.

*Випуск цінних паперів* — зареєстрована в установленому порядку сукупність цінних паперів одного емітента з одним державним реєстраційним номером, що можуть мати різні умови емісії, але надають покупцям однакові права.

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 та казначейські зобов'язання.

**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. Форма випуску визначається емітентом.

**Цінним папером у документній (паперовій) формі** є сертифікат, що містить реквізити відповідного виду цінних паперів певної емісії та дані про кількість цінних паперів, складений за встановленою законодавством формою з додержанням відповідної технології виготовлення. Він засвідчує майнові права, здійснення яких можливе тільки у разі його пред'явлення. З передачею (поставкою) такого сертифіката передаються всі засвідчені ним майнові права.

Сертифікат (бланк цінного паперу) обов'язково містить назву виду цінного паперу (акція, облігація тощо) або найменування «сертифікат акцій (облігацій тощо)». Сертифікат може видаватись як на один, так і на більшу кількість цінних паперів. Кожний бланк видається на руки власнику.

**Цінним папером у бездокументній (безпаперовій) формі** є засвідчення майнових прав письмово або на електронних носіях, що його здійснює уповноважена особа (реєстратор або зберігач цінних паперів), яка в установленому порядку фіксує зазначені майнові

права і несе відповідальність за вірогідність та збереження відповідних записів у облікових реєстрах. Особа, яка фіксує майнове право в 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 бездокументній формі оформлюється глобальним сертифікатом емісії.

*Глобальний сертифікат* — документ, оформлений на весь випуск цінних паперів у бездокументній формі, який підтверджує право на здійснення операцій з цінними паперами цього випуску в Національній депозитарній системі.

Глобальний сертифікат емісії повинен містити такі дані:

- \* реєстраційний номер, дату і місце оформлення сертифіката;
- \* офіційне найменування та місцезнаходження емітента;
- \* вид та категорію цінних паперів;
- \* номінальну вартість одного цінного паперу;
- \* зареєстрований статутний фонд емітента;
- \* обсяг емісії (в штуках та за номінальною вартістю);
- \* права власників цінних паперів на управління, на одержання доходу та інші права;
- \* іншу інформацію.

*У безпаперовій формі можуть випускатись тільки іменні цінні папери.*

Іменні цінні папери, якщо в них спеціально не зазначено, що вони не підлягають передачі, передаються з допомогою повного індо-саменту (передавального запису, який засвідчує перехід прав до іншої особи). Щодо іменних цінних паперів ведеться система реєстру власників.

Цінні папери на пред'явника обертаються вільно.

**Схема первинного розміщення цінних паперів**      Можливі й інші різновиди цінних паперів, які зазначені в умовах випуску.

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. Цінні папери додаткових випусків можуть розповсюджуватись серед власників перших випусків.

Розглянемо етапи первинного розміщення детальніше.

**Рішення про випуск цінних паперів** За даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, обсяг емісії недержавних цінних паперів, що були зареєстровані протягом 1998 року, у вартісному вимірі перевищив 12 млрд грн., що становить близько 50% загального обсягу зареєстрованих випусків. На 01.01.99 обсяг зареєстрованих емісій становив 24,508 млрд грн., у тому числі (млрд грн.):

- \* акції — 24,162 (98,6%);
- \* облігації підприємств — 0,137 (0,6%);
- \* інші види цінних паперів — 0,209 (0,8%).

Найпопулярнішими цінними паперами є акції, які є і найефективнішим засобом залучення додаткових коштів в економіку.

**Акції** 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, у 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.

Акціонерне товариство може випускати додаткові емісії, коли всі раніше випущені акції повністю оплачені не нижче їхньої номінальної вартості. У разі додаткового випуску акцій без реєстрації попереднього випуску усі договори купівлі-продажу акцій додаткового випуску вважають недійсними.

Привілейовані акції не можуть бути випущені на суму понад 10% статутного фонду акціонерного товариства. Закрите акціонерне товариство має право випускати лише іменні акції.

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 розміру може також прийняти правління за умови, що це передбачено статутом.

Збільшення статутного фонду може здійснюватися:

- випуском нових акцій;
- обміном (конверсією) облигацій на акції;
- збільшенням номінальної вартості акцій.

Акціонерне товариство може і зменшити свій статутний фонд. Рішення про зменшення статутного фонду приймається в такому самому порядку, що й 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 розпорядження 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, пов'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 підпорядковано 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 приватизоване підприємство не випускало облігацій, протягом 1996 р. їх було випущено лише на суму 770 тис грн. (що становить 0,02% від загального обсягу емісії). В 1997 році було зареєстровано емісій облігацій підприємств на суму 116 млн. грн. (близько 1% від загального обсягу емісії цінних паперів).

Дещо 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»;
- установа 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, що 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.

**Розміщення цінних паперів** Первинне розміщення цінних паперів здійснюється передплатою інвесторів на цінні папери, розповсюдженням серед визначеного кола осіб або серед власників попередніх випусків.

**Процедура розміщення цінних паперів нового випуску серед інвесторів інвестиційним банком або брокерською фірмою-посередником називається андеррайтингом (від англ. underwriting — передплата).**

При цьому інвестиційний банк, як правило, виступає не тільки як гарант розміщення, а й як фінансовий консультант. Він також може сприяти оцінюванню доцільності публічної пропозиції 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 відкрита передплата на цінні папери не проводиться, склад майбутніх власників визначається в момент прийняття рішення про випуск цінних паперів. Статут емітента або умови випуску, як правило, запроваджують 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 у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку та опублікувати її у друкованих органах Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України і в офіційному виданні фондової біржі не менш як 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.

Після реєстрації інформації у разі емісії цінних паперів у бездокументній формі, емітент до початку підписки на цінні папери повинен оформити тимчасовий глобальний сертифікат випуску, а також депонувати його у вибраному ним депозитарії.

Строк відкритої підписки на акції 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 не заснованим. 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 за виплати доходу цінними паперами та за індексації статутного фонду. Статутом чи рішенням повноважного органу емітента можуть бути встановлені й інші умови додаткових випусків. Під час розміщення додаткових випусків акцій акціонери користуються переважним правом їх придбання. У голосуванні про затвердження результатів передплати на додатково випущені акції беруть участь особи, які передплатили ці акції.

Не пізніше ніж через 15 днів 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 й 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.

**Підбиття  
підсумків  
розміщення**

Звіт про наслідки випуску цінних паперів підписується емітентом і торговцем цінними паперами (якщо емітент користується його послугами) і засвідчується аудиторською організацією. Якщо передплата на акції не відбулася або жодну облигацію не було продано, емітент так само подає до органу реєстрації звіт про наслідки випуску цінних паперів.

У разі створення акціонерного товариства мають бути скликані установчі збори.

*Законодавство України регламентує строки і порядок проведення установчих зборів товариства: не пізніше двох місяців від 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 їхній випуск не може розглядатися як гарантія 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.

Емітенту може бути відмовлено в реєстрації випуску цінних паперів або інформації про випуск таких. 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: безбитковість протягом останніх трьох років; брак забор-

гованості кредиторам і за платежами в бюджет; брак повністю оплаченого статутного фонду.

За безпаперового випуску цінних паперів емітент після реєстрації повинен оформити та депонувати глобальний сертифікат у депозитарії протягом 7 робочих днів після реєстрації випуску цінних паперів. Глобальні сертифікати зберігаються у локальних депозитаріях постійно з обов'язковим коригуванням у разі зміни номінальної вартості цінних паперів. Вони не можуть бути в обігу та обертатися на біржовому або позабіржовому ринку цінних паперів.

Після реєстрації випуску цінних паперів емітенту видається Свідоцтво, яке є підставою для придбання бланків цінних паперів або для їх друкування. Не пізніше ніж через шість місяців після реєстрації випуску акцій акціонерне товариство зобов'язане видати акціонерам акції (сертифікати акцій).

У разі, коли цінні папери випускаються у бездокументній формі, свідоцтво є підставою для оформлення глобального сертифіката у депозитарії.

Загальний реєстр випуску цінних паперів здійснюється 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 зі 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, пов'язані з передплатою або купівлею цінних паперів.

Емітент у разі невиконання умов передплати на цінні папери зобов'язаний повернути передплатникам на їхню 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 її 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 пов'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 указує, 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 їхньої 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 їхньої 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 їхнього викупу акціонерним товариством чи в разі припинення існування товариства. Викуплені акції мають бути продані чи анульовані протягом одного року.

Порядок викупу облігацій всіх видів, крім цільових, визначається умовами їхнього 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 їхньої компетенції та фіксуються Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку, яка підтверджує реєстрацію нею зміни умов емісії іменних цінних паперів.

## Розділ 10

### ОБІГ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

**Ключові поняття і терміни:** вторинний ринок цінних паперів; 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

Хоч угоди купівлі-продажу цінних паперів можуть укладатися в різних місцях, значна їхня 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 пропозиції та підвищення ліквідності ринку в цілому.

Становлення  
біржової діяльності  
в Україні

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, Великій Британії 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 фондового відділу. 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 функціонувати 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);
- Придніпровська фондова біржа.

Діяльність торговців на цих біржах характеризується такими показниками (табл.10.1).

Таблиця 10.1

**ОБСЯГИ УГОД НА ФОНДОВИХ БІРЖАХ  
у 1996–1998 рр. (млн грн.)**

Назва біржі	Обсяг торгів за 1996 р.		Обсяг торгів за 1997 р.		Обсяг торгів за 1998 р.	
	млн грн.	в % до загального обсягу	млн грн.	в % до загального обсягу	млн грн.	в % до загального обсягу
УФБ	31,61	70,1	23,109	5,6	50,135	28,6
КМФБ	0,09	0,2	4,709	1,1	26,066	14,8
ДФБ	0,172	0,4	2,15	0,6	22,782	12,9
УМВБ	13,189	29,3	381,441	92,7	76,806	43,7
<b>Усього:</b>	<b>45,061</b>	<b>100,00</b>	<b>411,409</b>	<b>100,00</b>	<b>175,789</b>	<b>100,00</b>

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 першої 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. Нині статутний фонд біржі розподілено на 222 прості іменні акції, які розповсюджено тільки серед юридичних осіб.

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, потребує виконання нею не лише функцій організації та місця проведення торгів цінними паперами, а й інших функцій у політичній, соціальній та морально-психологічній сферах суспільного життя.

*У 1998 році УФБ стала біржею з продажу Фондом державного майна України державних пакетів акцій приватизованих підприємств. Ця діяльність охоплювала 89,5% річного обсягу торгів УФБ. Усього на УФБ було продано 159 млн акцій на суму близько 45 млн грн. Вторинного ринку на біржі практично не існувало. Але в жовтні 1998 р. було відновлено торги з купівлі-продажу векселів і на початку 1999 року обсяг біржового обороту цього виду цінних паперів досяг 65% всього обсягу торгів (у 1998 році — 10%).*

*УФБ — найбільш розвинута біржа цінних паперів в Україні. У всіх обласних центрах та найбільших містах функціонують 26 філій. Усього на терені України зареєстровано 192 брокерські контори УФБ.*

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, тимчасове вилучення їх з обігу, що стримує інфляційні процеси, сприяє стабілізації державного бюджету, уможливорює 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, у тому числі й 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.**

**«Фондова біржа** — організація, яка створюється без цілі отримання прибутку та займається виключно організацією і укладанням угод купівлі та продажу цінних паперів та їх похідних. Вона не може здійснювати операції з цінними паперами від свого імені та за дорученням клієнтів, а також виконувати функції депозитарію»\*.

Основні принципи діяльності та перспективні напрями розвитку Української фондової біржі розкриває **«Концепція функціонування і розвитку ринку капіталів в Україні».**

---

\* Закон України «Про цінні папери та фондову біржу»// Державний інформаційний бюлетень про приватизацію\*. — 1993. — № 8. — С. 21.

**«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»\*.**

Згідно з Положенням «Про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності» фондова біржа набуває прав юридичної особи з моменту її реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Підставою для діяльності фондової біржі є Свідоцтво про реєстрацію.

Засновниками біржі можуть бути не менше 20 торгівців цінними паперами. Частка статутного фонду, що належить одному акціонеру, не може перевищувати 5 відсотків.

**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, пов'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;

---

\* Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України. Постанова Кабінету Міністрів України від 22 вересня 1995 р. // Финансовая Украина. — 1996. — № 4.

- \* обов'язки членів біржі щодо ведення обліку та інформації, внутрішній розпорядок роботи комісії 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, існують й інші внутрішні нормативні акти фондових бірж, які регламентують їх діяльність.

Ознайомлення з вищеназваними нормативними актами допоможе суб'єктам ринку, здійснюючи операції 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 в тому разі, коли кількість членів біржі буде меншою 10-ти. Якщо у фондовій біржі залишилося 10 членів, її діяльність припиняється, коли нових членів не буде прийнято протягом шести місяців.

Державне регулювання діяльності фондових бірж здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. 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»\*.

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 створюється **Національна депозитарна система**, діяльність якої регулюється Законом «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні».

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.

---

\* Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України. Постанова Кабінету Міністрів України від 22 вересня 1995 р. // Финансовая Украина. — 1996. — № 4.

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 за угодами з цінними паперами, які укладаються на біржі.

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 за угодами, 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 їхнє переміщення. Таким чином, для повного завершення угоди, тобто переміщення грошей з рахунку на рахунок, необхідний банк, в якому відкрито 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»\*.

Брокерська контора в Україні створюється, як правило, у формі товариства з обмеженою відповідальністю.

Брокерською конторою фондової біржі є господарське товариство, яке має дозвіл на здійснення діяльності з цінними паперами, є членом або підрозділом члена фондової біржі, власником брокер-

---

\* Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України. Постанова Кабінету Міністрів України від 22 вересня 1995 р. // Финансовая Украина. — 1996. — № 4.

ського місця чи орендарем брокерського місця та зареєстроване на фондовій біржі.

***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;

— 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 з доручення та за рахунок клієнтів, отримуючи за посередництво певну плату (брокерську комісію).

***Брокер зобов'язаний:***

— укладати угоди купівлі-продажу цінних паперів згідно з чинним законодавством та нормативними документами біржі;

— 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 біржі.

**Брокер не має права:**

\* використовувати інформаційні канали та біржову інформацію для укладання позабіржових угод;

\* приймати доручення, накази, вказівки, якщо їхні 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 ФОНДОВИХ БІРЖАХ

**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 підставі їх економічної експертизи, до маркетингу — вивчення попиту та пропозиції, 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, у тому числі й 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 фондових біржах України допускаються цінні папери, які випущені та зареєстровані у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку відповідно до чинного законодавства та внесені до біржового реєстру.

Внесення цінних паперів до біржового реєстру 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.

На фондові біржі 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 їхніх 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 біржі.

***Яким саме вимогам мають відповідати емітенти, щоб отримати позитивну відповідь про допуск цінних паперів до обігу й котирування на біржі?***

По-перше, мінімальна величина активів емітентів має становити суму, еквівалентну 400 000 ЕКЮ.

По-друге, вони повинні мати прибуток за останній балансовий рік (за кожний рік із двох, що є попереднім, стосовно останнього балансового року, в сумі, еквівалентній 80 000 ЕКЮ, або сумарний прибуток за останні три роки в сумі, еквівалентній 220 000 ЕКЮ, за умови, що кожен рік має бути прибутковим).

По-третє, кількість випущених в обіг акцій у розмірі має бути не меншою за 1 000 000 штук.

По-четверте, кількість акціонерів, що володіють не менше ніж 100 акціями, має становити не менше 2000 осіб або загальну кількість акціонерів не менше ніж 2200 осіб.

Порядок допуску цінних паперів до котирування на біржі впроваджується окремим **положенням**. Воно має передбачати подання емітентом заяви про допуск до офіційного котирування. Цією заявою емітент бере на себе відповідні зобов'язання.

Допуск цінних повинен оголошуватися через офіційне повідомлення, яке публікується в офіційному виданні біржі. У повідомленні обов'язково зазначаються умови котирування та дата першого котирування.

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 всіх 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, можливих унаслідок банкрутства компаній-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 разі, 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 їхнього 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 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 на цінні папери і в обернено пропорційній залежності від позикового відсотка\*.

Наприклад, 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* котируються цінні папери, емітенти яких задовольняють економічні та фінансові критерії, що встановлені ВБК, і котрі регулярно поширюють інформацію про свою діяльність.

У *другому відділенні* котируються цінні папери, емітенти яких не відповідають повністю економічним та фінансовим критеріям, установленим для цінних паперів відділення К-1. Проте економічний та фінансовий стан цих емітентів є задовільним з погляду вимог УФБ. Обов'язки щодо поширення інформації ті самі, як і для

**Правила  
реєстрації угод**

відділення К-1.

На фондових біржах світу допускаються до виконання такі **види операцій** з цінними паперами: **касові операції; операції на строк; операції з опціоном; ф'ючерсні операції.**

---

\* Фондовий ринок України / Керівник авт. кол. В.В. Оскольський. — К. : Скарбниця, 1994. — С. 319.

Виходячи з того, що види угод з купівлі-продажу цінних паперів чинним законодавством України нині не регламентовано, на фондових біржах використовується світовий досвід торгів з цінними паперами і передбачено 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, у встановлено стислі строки. Відповідно до «Правил УФБ» розрахунки мають бути здійснені не пізніше четвертого робочого дня, починаючи з наступного дня за укладенням угоди.

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 одного 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'ючерсні 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\*.

Існує кілька позицій, які відрізняють ф'ючерс від опціону:

- ◆ укладання ф'ючерсного контракту не є актом купівлі-продажу;
- ◆ розрахунки після закінчення терміну ф'ючерсного контакту є обов'язковими;
- ◆ ризик за ф'ючерсним контрактом є більш високим.

Укладання угод на купівлю-продаж цінних паперів може здійснюватися на фондовій біржі зареєстрованими у відповідному

---

\* Мороз А.М. Банківська енциклопедія. — К. : Ельтон, 1993. — С. 282.

порядку брокерськими конторами з дотриманням відповідних правил\*\*.

\* 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 противної сторони, підтвердженими запискою спеціаліста, визнається 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 визнаються такими, що відмовились від угоди.

### 10.3. ОРГАНІЗАЦІЯ ПОЗАБІРЖОВОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

**Неорганізований позабіржовий ринок** Торгівля цінними паперами може здійснюватися не тільки у стінах біржі, а й за її межами, на позабіржовому ринку. Позабіржовий ринок можна поділити на дві частини: організаційно оформлений (торговельні системи) та неорганізований («вуличний», дилерський ринок).

На кінець 1998 році в Україні переважав позабіржовий неорганізований ринок, на ньому здійснювалось близько 98% угод.

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. В Україні з 1 січня 1999 року всі операції з акціями інвестиційно привабливих підприємств повинні здійснюватися тільки на організованих ринках.

Водночас у багатьох країнах на дилерському ринку обертається значна кількість цінних паперів. Найбільшого розвитку «вуличний» ринок набув у США та Канаді.

---

\*\* Цінні папери в Україні / Керівник авт. кол. В.В. Оскольський. — К.: УФБ, 1993. — С. 90.

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 певну кількість цінних паперів як запас, котрий потім розпродують, 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 за умов 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 укладати угоди, домовляючись один з одним навіть по телефону. Якщо угоди укладаються з доручення клієнта, то останньому надсилають письмове повідомлення, а з рахунку клієнта знімають гроші у разі купівлі цінних паперів чи списують цінні папери у разі їх продажу.

Отже, типова операція з цінними паперами виконується за такою схемою: отримавши замовлення від покупця, уповноважений представник інвестиційно-дилерської фірми перевіряє, чи включено 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.

У лютому 1996 р. в нашій країні зареєстровано **Організований позабіржовий ринок Позабіржову фондову торговельну систему (ПФТС)** як асоціацію повноправних учасників — організаційно оформлену систему торгівлі цінними паперами.

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».

Перші торги на ПФТС відбулися 5 липня 1996 року. Сьогодні ПФТС об'єднує **298 учасників (85 банківських установ, 85 інвестиційних та брокерсько-дилерських компаній)**.

ПФТС — єдина торговельна система, де налагоджено вторинний обіг цінних паперів. У її лістингу (на середину 1999 року) — 252 емітенти. Здебільшого котируються акції відкритих акціонерних товариств, які виникли на основі колишніх державних підприємств. В обігу перебувають також цінні папери емітентів, заснованих приват-

ним капіталом. Не з усіма з них здійснюються регулярно угоди, але брокер зобов'язаний підтримувати відповідні котировки таких паперів. Крім того, досить активним є вторинний ринок облігацій внутрішньої державної позики.

Доступ до ПФТС у торговому режимі надається членам Асоціації, що виконують свої членські обов'язки, підтримують працюючий капітал у розмірі, еквівалентному не менше ніж 25 000 доларів, мають у своєму штаті не менше двох сертифікованих уповноважених осіб і мають відповідну угоду з Технічним центром ПФТС. Торгівля цінними паперами проводиться в режимі реального часу з обов'язковою індикацією цінового та кількісного котирування цінних паперів, а також інформації про ціну та обсяги виконаних угод. Котирування в ПФТС тверде. Привабливою рисою ПФТС є те, що вона може надавати інформацію про деталі укладених угод не лише учасникам, а й розрахунковим банкам, реєстраторам та іншим установам, які беруть участь в обслуговуванні торговельних угод.

Крім того, сьогодні більшість угод пов'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.

Хоч ПФТС ще не має нині елементарних інститутів, властивих ринкам розвинутих країн, вона 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

**ОБСЯГИ ТОРГІВ НА ПФТС**  
млн грн.

Період	1996 рік	1997 рік	1998 рік
Обсяг торгів	3,124	350,543	338,54

Частка ПФТС у загальному обсязі торгів на організованому ринку цінних паперів за 1998 рік становила близько 66%, а на вторинному ринку — навіть досягла 87,39% від загального обсягу торгів. На вторинному ринку тільки корпоративних цінних паперів, ПФТС здійснювала 98,99% від загального обсягу торгів.

Протягом 1998 року в ПФТС переважала торгівля акціями — 206,9 млн грн. На підприємства чотирьох галузей промисловості — енергетики, металургії, хімічної та нафтової промисловості — припадало 90% обсягу торгів.

## Розділ 11

### УЧАСНИКИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

**Ключові поняття і терміни:** торговці цінними паперами, депозитарії, зберігачі, Національна депозитарна система, розрахунково-клірингові установи, реєстратори, інвестиційні компанії, інвестиційні фонди.

#### 11.1. ПРОФЕСІЙНІ УЧАСНИКИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Склад учасників ринку цінних паперів визначено Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Це — емітенти, інвестори та особи, що провадять професійну діяльність на ринку цінних паперів. До останніх належать торговці, депозитарії, зберігачі, розрахунково-клірингові установи, реєстратори, інвестиційні компанії та фонди. Розглянемо детальніше особливості ділового функціонування осіб, які провадять **професійну діяльність** на ринку цінних паперів.

**Торговці цінними паперами** Діяльність торговців цінними паперами передбачає поставку цінних паперів за належну оплату новому власнику і проводиться на підставі договорів доручення чи комісії за рахунок клієнтів (*брокерська діяльність*) або від свого імені та за власний рахунок з метою перепродажу третім особам (*дилерська діяльність*).

Торговці цінними паперами мають право здійснювати тільки такі види діяльності:

- діяльність з випуску цінних паперів (виконання торговцем з доручення, від імені та за рахунок емітента обов'язків з організації передплати на цінні папери або їх реалізації іншим способом);
- комісійну діяльність щодо цінних паперів (брокерську діяльність);
- комерційну діяльність щодо цінних паперів (дилерську діяльність).

Допускаються також окремі види діяльності, пов'язані з обігом цінних паперів, наприклад консультативна діяльність для власників цінних паперів, управління активами інвестиційних фондів тощо.

Для здійснення торговельної діяльності з цінними паперами необхідно отримати дозвіл Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Дозвіл можуть отримати акціонерні товариства, статутний фонд яких сформовано виключно за рахунок іменних акцій, товариства з

обмеженою відповідальністю, товариства з додатковою відповідальністю, повні та командитні товариства, для котрих операції з цінними паперами становлять єдиний вид діяльності. Дозвіл, виданий торговцю цінними паперами, не підлягає передачі іншим юридичним особам.

*На початку 1999 року в Україні мав дозволу на здійснення діяльності з випуску та обігу цінних паперів 881 суб'єкт підприємницької діяльності. Серед них — 158 інвестиційних компаній, 147 комерційних банків, 576 господарських товариств. Розміщення торговців по регіонах країни нерівномірне. Найбільше їх (74%) розташовано в Київському регіоні, Харківській, Донецькій, Дніпропетровській областях та Автономній Республіці Крим.*

**Депозитарії та зберігачі**

**Депозитарій** — це юридична особа, що здійснює діяльність з:

- надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску;
- відкриття та ведення рахунків у цінних паперах;
- обслуговування операцій за цими рахунками, включаючи кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів;
- обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

При цьому кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються виключно депозитаріями, які повинні одержати відповідний дозвіл на здійснення цього виду діяльності.

Депозитарій може створюватись тільки у формі відкритого акціонерного товариства, учасниками якого є не менше десяти зберігачів. Депозитарна діяльність має бути єдиним видом діяльності товариства. Засновниками депозитарію можуть бути фондова біржа, а також учасники організаційно оформленого позабіржового ринку.

Для отримання дозволу сплачена (тільки грішми) частка статутного фонду депозитарію на момент подання заяви має бути не меншою за гривневий еквівалент 400 000 ЕКЮ. Частка статутного фонду, що належить одному акціонеру, не може перевищувати 10%. Дозвіл видається терміном на 3 роки.

Клієнтами депозитарію є: 1) зберігачі, які уклали з ним депозитарний договір; 2) емітенти — щодо рахунків власних емісій, відкритих на підставі договорів про обслуговування емісій цінних паперів, 3) інші депозитарії, з якими укладено договори про кореспондентські відносини.

**Зберігач** — це комерційний банк або торговець цінними паперами, який має дозвіл на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітента з цінними паперами.

На момент подання заяви на отримання дозволу сплачена (тільки грішми) частка статутного фонду зберігача має становити не менше

ніж гривневий еквівалент 100 000 ЕКЮ. У статутному фонді зберігача частка іншого зберігача або торговця цінними паперами, інвестиційної компанії, страхової компанії та іншого інвестора не може перевищувати 5%. Зберігач не може вести реєстр власників цінних паперів, щодо яких він здійснює угоди.

Діяльність, пов'язана зі зберіганням цінних паперів, провадиться на підставі договору про відкриття рахунку в цінних паперах, який укладає власник цінних паперів з вибраним ним зберігачем.

Законом України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» передбачено створення *Національної депозитарної системи*. Структура Національної депозитарної системи передбачає два рівні: верхній — це Національний депозитарій України і депозитарії, що ведуть рахунки зберігачів та здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів; нижній рівень — це зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів.

У грудні 1998 року Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку та Національний банк України уклали договір про заснування Національного депозитарію України, виступивши його засновниками. З початку 1999 року почалася відкрита передплата на акції Національного депозитарію. Статутний фонд Національного депозитарію становить 5 млн. грн., який розподілено на 500 простих іменних акцій. Акції випускаються у документарній формі.

*Станом на початок 1999 року чинні дозволи на депозитарну діяльність зберігача мав 61 суб'єкт підприємництва (32 дозволи було видано в 1998 році). Більшість суб'єктів що отримали такий дозвіл, це комерційні банки — близько 70% загальної кількості. Найбільша кількість зберігачів у Києві та Дніпропетровській області.*

#### **Реєстратори**

Реєстратор — суб'єкт підприємницької діяльності, який має одержаний у встановленому порядку дозвіл на ведення *реєстрів* власників іменних цінних паперів. Реєстр власників — це список власників та номінальних утримувачів іменних цінних паперів, складений на певну дату. Ведення реєстру передбачає облік та зберігання протягом певного терміну інформації про власників іменних цінних паперів, а також про операції, унаслідок яких виникає необхідність внесення змін до реєстру. Зміни до реєстру вносяться на підставі документів, згідно з якими переходить право власності на відповідні іменні цінні папери.

Ведення реєстру може здійснювати і сам емітент, але коли кількість власників іменних цінних паперів перевищить 500, емітент зобов'язаний доручити ведення реєстру реєстратору, укладаючи з ним відповідний договір.

Дозвіл на ведення реєстрів можуть отримати юридичні особи, якщо реєстраційну діяльність передбачено їхнім статутом. При цьо-

му органи державної влади не можуть бути засновниками або учасниками реєстратора, а частка емітента цінних паперів у статутному фонді реєстратора не може перевищувати 10%. Мінімальний розмір оплаченого статутного фонду реєстратора має становити 1250 неоподаткованих мінімумів доходів громадян.

*На початок 1999 року в Україні чинні дозволи мали 398 реєстраторів. Крім незалежних реєстраторів, нараховувалося близько 1400 емітентів, які отримали дозвіл на ведення власного реєстру.*

*Середньостатистичний реєстратор вів реєстри близько 30 емітентів та обслуговував понад 45 тис. особових рахунків. Переважна більшість реєстраторів (понад 60%) діє в Києві та Київській області, Харківській, Донецькій та Дніпропетровській областях, тобто у промислових густонаселених регіонах.*

**Інвестиційні фонди та компанії** (інститути спільного інвестування) поєднують у собі функції фінансового посередника на ринку цінних паперів і інституційного інвестора, для якого операції з цінними паперами є основним джерелом доходу та основним видом діяльності. Вони створюються у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю.

Статутний фонд інвестиційної компанії, яка здійснює спільні інвестиції, має становити не менше 50 000, а статутний фонд інвестиційного фонду — не менше 2000 мінімальних зарплат, визначених на момент реєстрації.

Інвестиційні компанії в Україні виступають на ринку як торговці цінними паперами, займаються діяльністю з управління активами інвестиційних фондів, а також виступають як інвестиційні керуючі і консультанти для інших інституційних інвесторів. Діяльність з управління цінними паперами вони здійснюють від свого імені за винагороду на підставі відповідного договору. Характерною ознакою інвестиційної компанії є те, що вона може залучати кошти для спільного інвестування через емісію власних цінних паперів та їх розміщення.

Інвестиційні фонди акумулюють гроші інвесторів та передають їх у управління інвестиційному керуючому. Відкриті інвестиційні фонди створюються на невизначений термін, закриті — на чітко визначений строк. Відкриті фонди випускають інвестиційні сертифікати, які може викупити тільки сам фонд, закриті — сертифікати з вільним обігом.

*На початку 1999 року в Україні діяльність зі спільного інвестування здійснювали 128 взаємних фондів інвестиційних компаній та 160 інвестиційних фондів. Працювали переважно закриті інвестиційні фонди та взаємні фонди (95% від загальної кількості). Близько 63% інвестиційних фондів та компаній зосереджено в Київській, Харківській та Донецькій областях.*

Станом на 01.01.99 випущено інвестиційних сертифікатів на суму 208,98 млн грн., а протягом 1998 року їх було випущено лише на суму 7,5 млн грн. (4% від загального обсягу емісій).

У 1998 році помічено такі тенденції в діяльності фондів:

→ інвестиційні портфелі великих та дрібних фондів і компаній за своєю структурою майже не відрізняються;

→ середньостатистичний портфель містить пакети акцій близько 30 емітентів, що свідчить про високий ступінь диверсифікації;

→ частка ОВДП та векселів в інвестиційних портфелях є незначною.

## 11.2. РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ УЧАСНИКІВ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

В основу регулювання діяльності учасників ринку цінних паперів покладено відповідне законодавче забезпечення та контроль. До законодавчих актів, за допомогою яких здійснюється регулювання правовідносин на ринку цінних паперів, належить низка кодексів та законів України, указів Президента України, постанов Кабінету Міністрів України, а також нормативних документів міністерств та відомств. Найбільш важливі регулюючі, контролюючі та наглядові функції на фондовому ринку покладено на *Державну комісію з цінних паперів* та фондового ринку. Розглянемо детальніше кілька нормативних документів, що регулюють діяльність учасників ринку цінних паперів, і які схвалено Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

**Нормативне забезпечення регулювання діяльності**

Основним документом, котрий регулює діяльність *торговців цінними паперами* є «Правила здійснення торговцями цінними паперами комерційної та комісійної діяльності з цінних паперів».

Ці правила визначають:

1) обов'язки торговців цінними паперами:

- діяти в інтересах клієнта;
- попереджати про ризиковність конкретної угоди з цінними паперами;
- надавати клієнту інформацію про курси цінних паперів;
- виконувати договори та замовлення клієнтів у порядку їхнього надходження;

2) вимоги до договорів на здійснення комісійної діяльності, які мають зазначати:

- предмет договору;
- умови виконання договору;
- перелік обов'язків та прав сторін;

- канали та порядок передавання інформації;
  - умови розрахунків та процент комісійної винагороди;
  - відповідальність сторін і порядок розгляду спорів;
  - термін дії, підстави для скасування договору;
- 3) види послуг, які торговець може надавати клієнтам:
- посередницькі послуги з купівлі цінних паперів;
  - посередницькі послуги з продажу цінних паперів;
  - посередницькі послуги з обміну цінних паперів;
  - інші, передбачені чинним законодавством;
- 4) умови розрахунків;
- 5) порядок ведення та зберігання документів, зокрема:
- ведення журналів реєстрації здійснених операцій на замовлення клієнтів та щодо власних операцій;
  - ведення журналів реєстрації договорів і замовлень до них;
  - зберігання інших документів стосовно своєї діяльності.

«Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів» визначає:

- 1) функції *реєстраторів*:
- складання реєстру власників іменних цінних паперів;
  - ведення особових рахунків емітентів та зареєстрованих осіб;
  - облік зареєстрованих заставодержателів;
  - облік нарахованих та виплачених доходів на іменні цінні папери;
  - ведення журналу обліку виданих, погашених, анульованих та втрачених іменних цінних паперів;
  - облік та зберігання документів, які є підставою для внесення змін до реєстру;
- 2) обов'язки реєстраторів, а саме:
- проведення операцій на особових рахунках зареєстрованих осіб;
  - видача зареєстрованим особам інформації та виписок з реєстрів згідно з їхніми правами;
  - ужиття необхідних організаційних та технічних заходів для відповідального зберігання даних системи реєстру;
  - подання в Антимонопольний комітет України відомостей про власників, які володіють 10% і більше акцій емітента;
  - прийняття на відповідальне зберігання від емітента бланків чи сертифікатів іменних цінних паперів та забезпечення їх використання за реєстрації прав власності відповідно до доручення емітента;
- 3) обов'язки емітента та зареєстрованих осіб;
- 4) вимоги до ведення реєстру;
- 5) порядок ведення цього реєстру;
- 6) обмеження доступу до інформації, яка міститься у реєстрі.

Для *інвестиційних компаній та фондів* порядок випуску інвестиційних сертифікатів, розрахунку чистих активів фондів, здійснення

додаткових емісій та інших аспектів діяльності також регламентуються відповідними рішеннями та положеннями, а саме:

1. Порядком реєстрації інвестиційних сертифікатів інвестиційного фонду та інвестиційної компанії.

2. Положенням про порядок оцінки вартості чистих активів інвестиційних фондів і взаємних фондів інвестиційних компаній.

3. Порядком здійснення інвестиційним фондом або інвестиційною компанією додаткової емісії інвестиційних сертифікатів.

Для здійснення кожного виду професійної діяльності на ринку цінних паперів учасники ринку, як уже мовилося, мусять мати відповідні *дозволи*. Усі основні питання, пов'язані з процедурою отримання їх, відображено у відповідних «Порядках видачі дозволу» для кожного виду учасників ринку цінних паперів.

Вони визначають:

\* умови видачі дозволу;

\* порядок подання заяви та перелік документів для отримання дозволу;

\* терміни розгляду документів;

\* обмеження за видачі дозволу;

\* порядок анулювання або зупинення дії дозволу;

\* форми документів.

Контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів та пра-  
**Контроль за діяльністю** востастосування є одним з головних елементів регулювання ринку цінних паперів, що забезпечує створення сприятливого правового клімату і захист прав інвесторів через виявлення та своєчасне запобігання правопорушенням, оперативне й усебічне їх розслідування.

З метою впорядкування механізму контролю за діяльністю професійних учасників ринку цінних паперів Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку встановлено порядок подання *звітності* учасниками ринку. У них визначено терміни подання та порядок складання звітності, санкції за несвоєчасне подання, склад документів та обсяг інформації, яка подається.

Контроль за діяльністю Національної депозитарної системи, крім Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, здійснюють Національний банк України, Міністерство фінансів та інші державні органи у межах повноважень, визначених законодавством.

Найбільш типові порушення, виявлені останнім часом на ринку цінних паперів такі:

— у діяльності *реєстраторів* — несвоєчасне переоформлення прав власності на іменні цінні папери; брак чи неналежне ведення журналів обліку записів у реєстрі; недотримання вимог щодо наявності спеціалістів, які мають кваліфікаційні посвідчення;

— у діяльності інших професійних учасників ринку — порушення вимог щодо надання звітності; несвоєчасне повідомлення про зміни в установчих документах; порушення вимог щодо ліквідності майна торговців цінними паперами.

За результатами проведених перевірок Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку протягом 1998 року було призупинено дію 30 дозволів професійних учасників фондового ринку, а 84 дозволи — анульовано.

Функції щодо розробки та впровадження правил, кодексів поведінки, регламентів, стандартів та вимог до здійснення операцій на ринку цінних паперів частково передано саморегулювальним організаціям (СРО).

Асоціації професійних учасників ринку Статус СРО, згідно з «Положенням про саморегулювальну організацію ринку цінних паперів», можуть отримати громадські організації та об'єднання юридичних осіб — професійних учасників ринку цінних паперів, а також фондові біржі. Рішення «Про членство професійних учасників ринку цінних паперів у сертифікованих ДКЦПФР об'єднаннях» зобов'язує всіх професійних учасників ринку цінних паперів бути членом щонайменше одного об'єднання СРО відповідно до виду діяльності.

СРО має право:

- 1) перевіряти діяльність своїх членів;
- 2) розробляти та впроваджувати відповідно до законодавства правила, стандарти та вимоги до здійснення операцій на ринку цінних паперів;
- 3) контролювати дотримання своїми членами законодавства та прийнятих організацією правил і вимог під час проведення професійної діяльності;
- 4) збирати та обробляти статистичну інформацію про професійну діяльність на ринку;
- 5) надавати дозволи особам, які здійснюють професійну діяльність на ринку.

Нині робота Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо делегування частини своїх повноважень тим СРО, які мають необхідну технічну оснащеність та достатньо ресурсів для здійснення своєї діяльності триває. Це, зокрема, стосується повноважень щодо розгляду суперечок між членами СРО, між членами СРО та їхніми клієнтами в межах арбітражних та дисциплінарних органів.

## ЛІТЕРАТУРА

Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію\*. — 1993. — №8. — С.21.

Закон України «Про приватизаційні папери» // ДІБП. — 1992. — №1. — С.51.

Закон України «Про банкрутство»// ДІБП. — 1993. — №4, 5.

Закон України «Про податок на прибуток підприємств»// ДІБП. — 1993. — №3.

Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів».

Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України, схвалена постановою Верховної Ради України від 22 вересня 1995 р. // Финансовая Украина. — 1996. — № 4.

Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії: Затв. Указом Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55 // ДІБП. — 1994. — №8. — С.8.

Про державні товарні облігації матеріальних ресурсів України: Указ Президента України від 7 квітня 1994 р. № 141 // ДІБП. — 1994. — №8.

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.

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.

Про ліквідацію Українського кредитного фонду: Указ Президента України від 10 грудня 1994 р. № 757// ДІБП. — 1995.

Положення про державну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Затв. Указом Президента України від 12 червня 1995 р. № 446/95 // ДІБП. — 1995.

Правила виготовлення і використання вексельних бланків. Затверджені постановою Кабінету Міністрів України і Національного банку України від 10 вересня 1992 р. № 528 // ДІБП. — 1992.

Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні Постанова Кабінету Міністрів України від 29 квітня 1994 р. № 277 // ДІБП. — 1994.

Про випуск облігацій внутрішньої державної позики. Постанова Кабінету Міністрів України від 23 серпня 1994 р. № 586 // ДІБП. — 1994.

Положення про порядок передачі, обігу, виплати доходу і погашення облігацій державної позики України 1995 року: Постанова Кабінету Міністрів України від 1995 року.

---

\* Далі ДІБП.

Порядок применения векселей Государственного казначейства Украины. Утв. постановлением Кабинета Министров Украины от 27 июня 1996 г. № 689 // Бизнес. — 1996. — № 30.

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.

Положение о депозитном (сберегательном) сертификате Национального банка Украины: Утв. постановлением Правления НБУ от 5 декабря 1994 г. №203 // Бизнес. — 1995. — № 4.

*Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. — Самара: Самвеп. — 1992.

*Бланк И.А.* Инвестиционный менеджмент. — К., 1995.

*Жуков Е.Ф.* Ценные бумаги и фондовые рынки. — М.: Банки и биржи, 1995.

Инвестиционно-финансовый портфель: Книга инвестиционного менеджера. Книга финансового посредника / Отв. ред. Ю. Б. Рубин, В.И.Солдаткин. — М., 1993.

*Краузе В.* ПФТС — реальный рынок в нереальных условиях // Киев. ведомости. — 1996. — 5 дек.

*Мертенс А.* Риск и доход на украинском рынке государственных облигаций // Бизнес. — 1996. — № 2.

*Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995.

*Мозговой О.М.* Фондовый рынок України // Фінанси України. — 1996. — №5.

*Мороз А.М.* Банківська енциклопедія. — К. : Ельтон, 1993.

*Оскольский В.В.* Ринок цінних паперів України : проблеми функціонування і розвитку. — К. : КСУ, 1996.

*Фельдман А.Б.* Основы рынка производных ценных бумаг. — М., 1996.

Фондовый рынок України / Керівник авт. кол. В.В. Оскольский. — К. : Скарбниця, 1994.

*Штольте П.* Инвестиционные фонды / Пер. с нем. — М. : Финстатинформ, 1996.

Цінні папери в Україні / Керівник авт. кол. В.В. Оскольский. — К.: УФБ, 1993.