



**ДЕРЖАВНА СЛУЖБА СТАТИСТИКИ УКРАЇНИ  
НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ СТАТИСТИКИ, ОБЛІКУ  
ТА АУДИТУ**

**КАФЕДРА ФІНАНСІВ, БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ ТА  
СТРАХУВАННЯ**

## **ОПОРНИЙ КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ**

з дисципліни

**«ОПЕРАЦІЇ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ»**

**Київ  
2023 рік**

Опорний конспект з дисципліни «Операції з цінними паперами» для здобувачів вищої освіти першого (бакалаврського) рівня спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» / Укладач Л. Богріновцева. Київ: НАСОА, 2023. 129 с.

**Укладач:**

Богріновцева Л. М., доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування, кандидат економічних наук, доцент.

**Рецензенти:**

Бондарук Т. Г., доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування Національної академії статистики, обліку та аудиту.

Вергелюк Ю. Ю., кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансових ринків та технологій Державного податкового університету.

Затверджено на засіданні кафедри фінансів, банківської справи та страхування

Протокол від «12» вересня 2023 року № 2

Схвалено Вченою радою фінансово-економічного факультету НАСОА

Протокол від «22» вересня 2023 року № 2

Опорний конспект лекцій підготовлений згідно програми навчальної дисципліни і спрямований на допомогу здобувачам у засвоєнні необхідних теоретичних знань. Містить інформацію з тем курсу, що орієнтовані на здобуття компетентностей, необхідних в подальшій професійній діяльності.

©Богріновцева Л. М.

©НАСОА, 2023 рік

## ЗМІСТ

ВСТУП	4
ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ РЕАЛІЗАЦІЇ ОПЕРАЦІЙ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ. ОСОБЛИВОСТІ ЗДІЙСНЕННЯ ОПЕРАЦІЙ З ПАЙОВИМИ ТА БОРГОВИМИ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ	5
ТЕМА 1. Загальна характеристика функціонування ринку цінних паперів	5
ТЕМА 2. Теоретичні засади реалізації операцій з цінними паперами	27
ТЕМА 3. Операції з пайовими цінними паперами	41
ТЕМА 4. Операції з борговими цінними паперами	58
ЗМІСТОВНИЙ МОДУЛЬ 2. ОСОБЛИВОСТІ ЗДІЙСНЕННЯ ОПЕРАЦІЙ З ІПОТЕЧНИМИ ТА ПОХІДНИМИ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ. СУЧАСНІ ТЕХНОЛОГІЇ ОРГАНІЗАЦІЇ ЗДІЙСНЕННЯ ОПЕРАЦІЙ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ ТА РИЗИКИ ПРОЦЕСУ	77
ТЕМА 5. Операції з іпотечними цінними паперами	77
ТЕМА 6. Операції з похідними фінансовими інструментами	92
ТЕМА 7. Ризики операцій з цінними паперами	103
ТЕМА 8. Технології організації та обслуговування біржових операцій з цінними паперами	113
СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ	128

## ВСТУП

Навчальна дисципліна «Операції з цінними паперами» є теоретико-практичною основою сукупності знань та вмінь, що формують профіль фахівця за спеціальністю «Фінанси, банківська справа та страхування».

Конспект лекцій навчальної дисципліни «Операції з цінними паперами» включає вісім тем, які дозволяють досягнути мети вивчення даної дисципліни.

Мета навчальної дисципліни «Операції з цінними паперами» полягає в формуванні у здобувачів вищої освіти теоретичних знань та практичних навичок щодо здійснення операцій з цінними паперами.

Основними завданнями вивчення дисципліни «Операції з цінними паперами» є:

- визначення загальних характеристик функціонування ринку цінних паперів;
- дослідження особливостей реалізації операцій з цінними паперами;
- розкриття особливостей здійснення операцій з пайовими цінними паперами, борговими цінними паперами, іпотечними цінними паперами та похідними фінансовими інструментами;
- визначення ризиків при реалізації операцій з цінними паперами;
- ознайомлення з основами технологій та організації біржової торгівлі.

Предметом курсу є опанування знаннями стосовно взаємовідносин, які виникають між економічними суб'єктами з приводу реалізації операцій з цінними паперами.

# ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 1

## ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ РЕАЛІЗАЦІЇ ОПЕРАЦІЙ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ. ОСОБЛИВОСТІ ЗДІЙСНЕННЯ ОПЕРАЦІЙ З ПАЙОВИМИ ТА БОРГОВИМИ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ

### ТЕМА 1. ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

#### План

1. Сутність, функції та значення ринку цінних паперів.
2. Класифікація ринків цінних паперів.
3. Учасники ринку цінних паперів.
4. Професійна діяльність на ринку цінних паперів та її види.
5. Регулювання ринку цінних паперів.

**Ключові слова:** ринок цінних паперів, емітент, інвестор в цінні папери, інституційний інвестор, регулювання ринку цінних паперів, державне регулювання ринку цінних паперів, саморегулювальна організація, професійний учасник ринку цінних паперів, діяльність з торгівлі цінними паперами, діяльність з управління активами інституційних інвесторів, діяльність з організації торгівлі цінними паперами, клірингова діяльність, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

#### 1. Сутність, функції та значення ринку цінних паперів

Об'єктивною передумовою функціонування ринку цінних паперів є неспівпадіння потреби у фінансових ресурсах у того чи іншого суб'єкта з наявністю джерел її задоволення. Для акумулювання тимчасово вільних грошових коштів і ефективного їх використання і призначений ринок цінних паперів. Функціональне призначення ринку полягає у посередництві руху грошових коштів від їх власників (заощаджувачів) до користувачів.

Ринок цінних паперів – це частина фінансового ринку. **Фондовий ринок (ринок цінних паперів)** - сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів).

Функції ринку цінних паперів можна підрозділити на дві групи: *загальноринкові функції*, властиві зазвичай кожному ринку, і *специфічні*, які відрізняють його від інших ринків.

До *загальноринкових функцій* відносяться такі, як:

- комерційна - функція отримання прибутку від операцій на даному ринку;
- ціноутворююча - ринок забезпечує процес формування ринкових цін, їх постійний рух і т. д.;
- інформаційна - ринок продукує і доводить до своїх учасників ринкову інформацію про об'єкти торгівлі та її учасників;

- регулююча - ринок створює правила торгівлі і участі в ній, порядок вирішення спорів між учасниками, встановлює пріоритети, органи контролю або навіть управління і т. д.

До **специфічних функцій** ринку цінних паперів відносять:

- перерозподільну функцію: перерозподіл грошових коштів між галузями і сферами ринкової діяльності;
- переведення заощаджень, перш за все населення, з непродуктивної в продуктивну форму;
- фінансування дефіциту державного бюджету на неінфляційній основі, тобто без випуску в обіг додаткових грошових коштів;
- функцію страхування цінових і фінансових ризиків або їх перерозподілу (здійснювану за допомогою використання інструментів ринку цінних паперів).

## 2. Класифікація ринків цінних паперів

Ринки цінних паперів можна класифікувати так:

**За рівнем розвитку інституційного середовища** – розвинуті ринки і ринки, що розвивається.

В основу зазначеного розподілу ринків цінних паперів покладені, насамперед, відмінності історико-економічного і структурного характеру. *Розвинуті ринки* характеризуються ефективними торговельними та правовими системами, де прозоро відстежується рух фінансових потоків. Розвинуті ринки по праву асоціюються з країнами високого рівня економічного розвитку, що мають, в переважній більшості, понад сторічну історію власного державотворення.

Термін “*ринки, що розвиваються*” (emerging markets) був введений у вжиток експертами Міжнародної фінансової корпорації (МФК) і групи Світового банку в середині 80-х рр., коли тут розроблялася концепція створення фондів і розвитку ринків капіталу в найменш розвинених регіонах світу. Ринками, що розвиваються, зазвичай називають ринки, капіталізація яких складає менш 1/10 від світового рівня. У силу швидкого зростання ринків, що розвиваються, критерієм віднесення до таких ринків став останнім часом місячний обсяг торгів не менш ніж 2 млрд. доларів і число зареєстрованих компаній не менш ніж 100.

Оскільки дані критерії є досить умовними, більшість інвесторів орієнтуються на індекс МФК, що містить найбільш повний перелік ринків, що розвиваються. Іншим важливим критерієм є наявність у ринку, що розвивається, визначеного кредитного рейтингу. Крім того, для таких ринків характерним є висока частка іноземного спекулятивного капіталу.

Загальними негативними рисами для ринків, що розвиваються, є:

- 1) обмеження на репатріацію прибутку іноземних інвесторів;
- 2) високі податки на прибуток іноземних компаній;
- 3) слабкість ринкової інфраструктури;
- 4) політична нестабільність.

**За ступенем задоволення попиту (потреб) клієнтів** – універсальний та неуніверсальний ринок.

*Універсальним* називається ринок, на якому попит клієнтів задовольняється повністю з незначними транзакційними витратами. Натомість *неуніверсальний*

ринок створює проблеми для учасників щодо розміщення вільних ресурсів для постачальників капіталу і щодо мобілізації капіталу для тих, хто його потребує.

Універсальний ринок завжди є високорозвинутим з точки зору повноти задіяних фінансових інструментів, стратегій розвитку і дієвості захисту прав і законних інтересів його учасників. Такий ринок відповідно є достатньо прозорим. Очевидно, що досягнення стану універсальності є уявним, а не реальним, оскільки дійсність випереджає схематичні побудови і, відповідно, ринкові пропозиції здебільшого відстають від попиту. Відштовхуючись від неуніверсального стану, ринок практично ніколи не досягає повного універсального стану, тому більш точним буде вираз “наближено універсальний ринок”.

Універсальні ринки порівняно з неуніверсальними є більш ліквідними, конкурентними і організованими. Шлях переходу до універсальних ринків опосередковують фінансові посередники. Їх послуги, звісно, платні і недешеві, і тому трансформаційні зміни в характеристиці ринків пов'язуються зі зростанням транзакційних витрат на їх організацію. Але ця додаткова плата є платою за безпечність і зручність користування новими фінансовими послугами і продуктами. Поступово, коли послуги і продукти знаходять масового користувача, їх вартість знижується до загальнодоступного рівня.

***За територіальною ознакою:***

- 1). Регіональний (місцевий, локальний);
- 2) Національний;
- 3) Міжнародний (глобальний, транснаціональний).

Зазначена класифікація розкриває операційну ємність надання і користування фінансовими послугами у просторі. Загалом, універсальні ринки є одночасно міжнародними, оскільки потоки капіталу у відрегульованих умовах не стикаються з адміністративними перешкодами. В умовах глобалізації національна приналежність економіки стає підпорядкованим, а не визначальним чинником розвитку. Але реально наявні протилежні інтереси учасників ринку обмежують просторову свободу поведінки економічних контрагентів. Тенденції інтеграції ринків спонукають до їх екстериторіального функціонування. Екстериторіальним є поняття “євроринок” - наднаціональне самоорганізоване утворення з вільним переміщенням капіталів, матеріальних ресурсів і робочої сили.

***За способом організації розміщення і наступного обігу цінних паперів – первинний і вторинний.***

*Первинний ринок* – це ринок, що обслуговує випуск (емісію) і первинне розміщення цінних паперів. На такому ринку учасниками завжди виступають емітенти та інвестори. Ринкова взаємодія між ними може бути безпосередньою або може здійснюватися через брокерів і дилерів. Одне з найважливіших завдань первинного ринку полягає у тому, щоб звести до мінімуму ризик інвестора. На це спрямовані державні законодавчі і нормативні акти, які регулюють діяльність ринку, вимоги щодо опублікування інформації про емітента, підготовки проспекту емісії, реєстрації цінних паперів та відповідних даних у фінансових органах тощо. Первинні ринки є тимчасовими ринками і в більшості випадків небіржовими ринками. Доходи від продажу належать емітенту.

*Вторинний ринок* є ринком, де відбувається купівля-продаж раніше випущених цінних паперів. Головною метою вторинного ринку є забезпечення

ліквідності цих інструментів, тобто створення умов для найширшої торгівлі ними. Це, у свою чергу, надає можливості власникові фінансового інструменту реалізувати його у найкоротший строк при незначних варіаціях курсів та невисоких витратах на реалізацію. Дохід від продажу на цьому ринку належить не емітенту, як це має місце на первинному ринку, а власникам (інвесторам або дилерам), які виступають на вторинному ринку у ролі продавців.

До вторинного ринку належать біржовий та позабіржовий ринки.

*Біржовий ринок* – це торгівля цінними паперами, що здійснюється на фондовій біржі. Це ринок з найвищим рівнем організації, що максимально сприяє мобільності капіталу та формуванню реальних ринкових цін на фінансові активи, які перебувають в обігу. Необхідно зазначити, що фондові біржі від свого імені або за дорученням клієнтів фінансові інструменти, що на них котируються, не купують і не продають. Їх призначення полягає у створенні та впровадженні організаційної та технічної системи, які б надавали можливість швидко, впорядковано та ефективно укладати та виконувати угоди купівлі-продажу цих інструментів. Згідно з нормативними актами різних країн, головними елементами біржової торгівлі є:

1. Допуск та вилучення цінних паперів до/ з обігу на фондовій біржі.
2. Визначення способів біржової торгівлі, тобто способів або шляхів укладення угод купівлі-продажу цінних паперів між учасниками біржової торгівлі.
3. Визначення видів угод, які можуть укладатися на біржі.
4. Встановлення кола учасників біржової торгівлі.
5. Встановлення порядку оформлення біржових угод купівлі-продажу.
6. Визначення порядку виконання доручень клієнтів на продаж або купівлю цінних паперів, що котируються на фондовій біржі.

*Позабіржовий ринок* – це сфера обігу цінних паперів поза біржею. У більшості випадків на цьому ринку відбувається первинне розміщення, а також перепродаж цінних паперів тих емітентів, які не бажають чи з об'єктивних причин не можуть виставити свої активи на біржу. Позабіржовий ринок організований дилерами, які можуть бути або не бути членами фондової біржі.

В американській практиці застосовується термінологічно-кількісна нумерація ринків. Так, під 1-м ринком розуміються всі фондові біржі; під 2-м – позабіржовий ринок, де торгуються активи, що не мають біржового лістингу; під 3-м – теж позабіржовий ринок, але з активами, що мають біржовий лістинг; під 4-м – торгівля між інституційними інвесторами в межах позабіржового ринку.

***В залежності від типу*** – публічний або комп'ютеризований.

*Публічний ринок* – це традиційна форма торгівлі цінними паперами, коли продавці та покупці цінних паперів (зазвичай в особі фінансових посередників) безпосередньо зустрічаються у певному місці і відбуваються публічні торги (як у випадку біржової торгівлі) або ведуться закриті торги, переговори, які по тим або іншим причинам не підлягають широкому розголосу. *Комп'ютеризований ринок* – це різноманітні форми торгівлі цінними паперами на основі використання комп'ютерних мереж і сучасних засобів зв'язку. Для нього характерні наступні риси:

1. відсутність фізичного місця зустрічі продавців та покупців; комп'ютеризовані торгові місця розміщуються безпосередньо в офісах фірм, які торгують цінними паперами, або безпосередньо їх продавців і покупців;



2. відсутність публічного характеру процесу ціноутворення, автоматизація процесу торгівлі цінними паперами;

3. безперервність у часі і просторі процесу торгівлі цінними паперами.

**В залежності від строків, на які укладаються угоди з цінними паперами,** ринок цінних паперів поділяється на касовий і строковий. *Касовий ринок* (ринок “спот”, ринок “кеш”) – це ринок негайного виконання укладених угод, при цьому чисто технічно воно може розтягуватися на строк 1-3 днів у разі вимоги поставки самого фінансового інструменту у фізичному вигляді. *Строковий ринок цінних паперів* – це ринок з відстроченим, частіше всього на декілька місяців, виконанням угоди. Зазвичай традиційні інструменти (акції, облигації) обертаються на касовому ринку, а контракти на похідні інструменти фінансового ринку – на строковому ринку.

**За механізмом виплати доходів** – ринок з очікуваним фіксованим доходом і ринок з очікуваним плаваючим доходом.

Надходження фіксованих доходів можливе у випадках укладання орендних, лізингових контрактів, придбання боргових цінних паперів, депонування вільних коштів на рахунках депозитних інститутів. За умов сталих прогнозів кон'юнктури фіксовані доходи можуть мати форму ануїтетних платежів.

Отримання плаваючих (дискретних) доходів пов'язується з впливом чинника ринкової невизначеності, наприклад, при венчурному інвестуванні, купівлі акцій або часток корпоративних структур. Плаваючою є дохідність від портфельного управління фінансовими активами.

Фіксована і плаваюча дохідність визначається як у часовому вимірі (стосовно лагу, періоду часу, на який укладений контракт), так і стосовно вартісної форми отримання доходу (проценти, дивіденди та інші платежі).

**За характеристикою емітента** ринок цінних паперів класифікують на і ринок корпоративних фінансових активів і ринок державних фінансових активів.

*Ринок корпоративних цінних паперів* допомагає акумулювати фінансові ресурси для підприємницького сектора.

*Ринок державних цінних паперів* дозволяє вирішити дві важливі задачі: 1) держава має можливість мобілізувати необхідні їй грошові ресурси і, зокрема, фінансувати державний бюджет; 2) є одним із інструментів регулювання процентної ставки в економіці. Процентна ставка – це ціна грошей, і тому залежить від їх пропозиції. Якщо Національний банк України вважає, що необхідно стимулювати підприємницьку діяльність за рахунок зниження процентної ставки, він починає скуповувати державні цінні папери. За рахунок цього в економіку поступає додаткова маса грошей, і процентна ставка знижується. А якщо НБУ вважає, що швидке економічне зростання загрожує високою інфляцією, то він продає державні цінні папери. У результаті з економіки вилучається частина грошей, що призводить до зростання процентної ставки і стримання ділової активності.

З розвитком фінансового ринку кількість класифікаційних ознак може бути збільшена.

### 3. Учасники ринку цінних паперів

До складу ринку цінних паперів як складної ієрархічної системи входить впорядкована сукупність взаємопов'язаних та функціонально взаємозалежних підсистем, однією з яких є регулятивна підсистема (рис. 1.1).

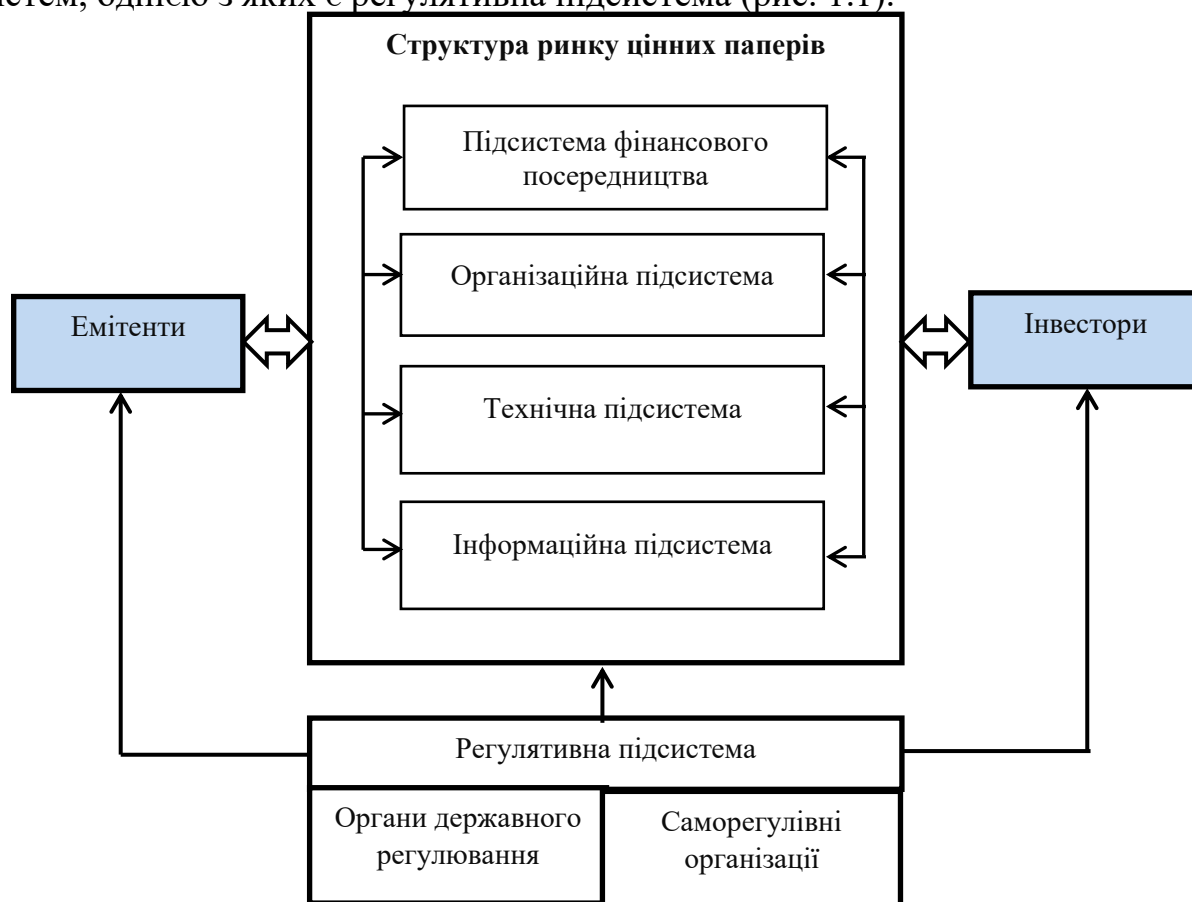


Рис. 1.1. Структура ринку цінних паперів

Кожна з виділених підсистем може виступати як окрема система ієрархічної підпорядкованості відносно ринку цінних паперів.

Ефективне виконання ринком цінних паперів своїх функцій, формування та його функціонування вимагає наявності відповідної структури учасників, встановлення загальних правил та норм організації їх діяльності. У кожній країні коло учасників ринку цінних паперів, а також умови їх участі визначаються державою і закріплюються у законодавстві.

Основними *учасниками ринку* цінних паперів є:

- інвестори;
- емітенти (у тому числі іноземні) або особи, що видали неемісійні цінні папери;
- професійні учасники;
- органи, що забезпечують регулювання ринку.

*Інвесторами в цінні папери* є фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства.

Інвестори можуть бути (табл. 1.1):

- ✓ *індивідуальні* (фізичні та юридичні особи, як резиденти, так і нерезиденти), які використовують *власні кошти*;
- ✓ *інституційні*, які оперують залученими від інших фізичних та юридичних осіб коштами.

Таблиця 1.1

### Види інвесторів

Індивідуальні (власні кошти)	Інституційні (кошти, які залучені від фізичних і юридичних осіб)
Фізичні та юридичні особи (резиденти та нерезиденти)	1. Інститути спільного інвестування (у тому числі, інвестиційні та взаємні фонди інвестиційних компаній і т.д.)
	2. Недержавні пенсійні фонди
	3. Страхові компанії (у частині сформованих резервів)
	4. Кредитні спілки (у частині сформованих резервів)
	5. Фонди операцій з нерухомості (небанківські фінансові установи – фінансові компанії) тощо.

Відповідно до чинного законодавства *інституційними інвесторами* є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, - також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.

Інвестор є «ключовою фігурою» на ринку, тому законодавство має забезпечувати в першу чергу захист його інтересів, особливо це стосується інституційних (або колективних) інвесторів.

**Емітент** – це юридична особа, у тому числі Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, міська рада, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади чи міжнародна фінансова організація, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання за ними перед їх власниками. Також законодавство виокремлює *іноземних емітентів* та відносить до них міжнародні фінансові організації.

Таким чином, українське законодавство окреслює коло осіб, які належать до категорії «емітенти» та зазначає, що вони розміщують *емісійні цінні папери*.

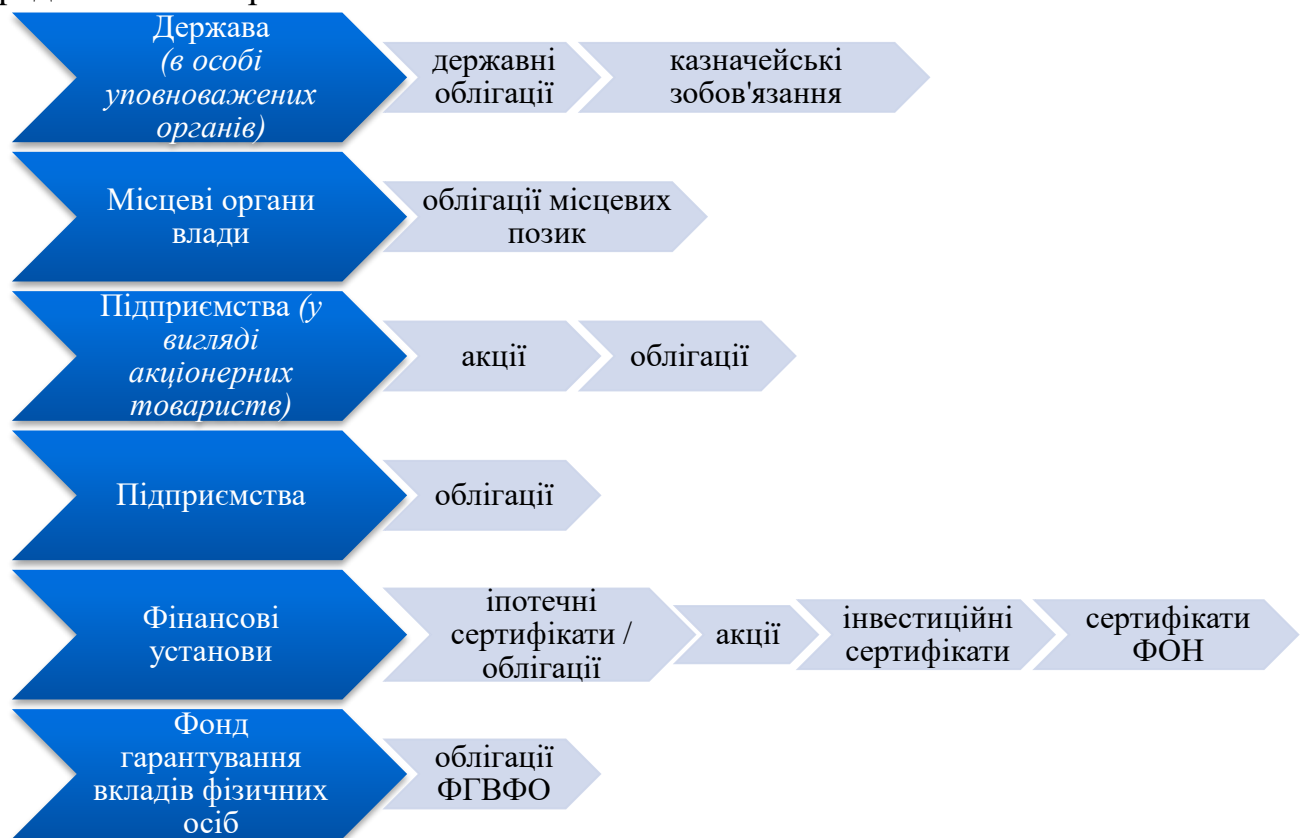
Емісійні цінні папери мають такі властивості:

- 1) розміщуються випусками;
- 2) у межах одного випуску володіють однорідними ознаками та реквізитами;
- 3) забезпечують власникам однаковий обсяг прав незалежно від часу придбання та способу їх емісії в середині одного випуску.

До емісійних цінних паперів віднесено акції, облігації, іпотечні сертифікати, іпотечні облігації, сертифікати фондів операцій з нерухомістю, інвестиційні сертифікати, казначейські зобов'язання.

Перелік ключових емітентів та цінні папери, що вони випускають

представлено на рис. 1.2



**Рис. 1.2. Емітенти цінних паперів та види емісійних цінних паперів, які вони випускають, в Україні**

Рішення про випуск цінних паперів приймає власник емітента в особі його уповноваженого органу, що визначається установчими документами емітента.

Рішення щодо випуску державних цінних паперів приймає Верховна Рада України (як складову Державного бюджету України на відповідний рік), а щодо облігацій місцевих позик – відповідні органи місцевої влади з урахуванням вимог бюджетного законодавства.

**Професійні учасники фондового ринку (ринку цінних паперів)** – юридичні особи, утворені в організаційно-правовій формі акціонерних товариств або товариств з обмеженою відповідальністю, які на підставі ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України, а також Центральний депозитарій цінних паперів.

Більш детально сутність професійної діяльності та її види буде розглянуто в наступному питанні.

На професійних учасників фондового ринку поширюються норми загального законодавства – Конституція України, Цивільний та Господарський кодекси України, законодавство про захист економічної конкуренції (антимонопольне законодавство), податкове законодавство та інші, а також спеціальні (профільні) закони та нормативні документи, розроблені на їх виконання (табл. 1.2).

## Поширення норм спеціального законодавства

Професійний учасник	Спеціальні	Загальні
Торговець цінними паперами	Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»	Закон України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків»
Компанія з управління активами	Закон України «Про інститути спільного інвестування» Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення»	
Депозитарна установа, Центральний депозитарій	Закон України «Про депозитарну систему України»	
Фондова біржа (організатор торгівлі)	Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»	

Зазначені закони містять як норми прямої дії (дозвіл чи заборона), так і норми, які конкретизуються у нормативних документах.

Щодо такої категорії учасників ринку цінних паперів як *органи, що забезпечують регулювання ринку*, то сюди належать: держава в особі уповноважених органів, саморегулятивні організації професійних учасників фондового ринку. В наступних питаннях детальніше буде розглянута їх діяльність.

#### 4. Професійна діяльність на ринку цінних паперів та її види

Ключовим видом діяльності на ринку цінних паперів є професійна діяльність.

**Професійна діяльність на фондовому ринку** – діяльність АТ і ТОВ з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення та обігу цінних паперів, обліку прав на цінні папери та прав за цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, що відповідає вимогам, установленим до такої діяльності чинним законодавством.

Професійна діяльність на фондовому ринку здійснюється виключно на підставі ліцензії, що видається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (крім професійної діяльності Центрального депозитарію цінних паперів та депозитарної діяльності Національного банку України). Перелік документів, необхідних для отримання ліцензії, порядок її видачі та анулювання встановлюються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Професійна діяльність Центрального депозитарію цінних паперів провадиться на підставі правил Центрального депозитарію цінних паперів, зареєстрованих Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку в установленому законодавством порядку. Депозитарна діяльність Національного банку України провадиться з урахуванням особливостей депозитарної та клірингової діяльності з цінними паперами відповідно до компетенції, встановленої Законом України "Про депозитарну систему України".

Як правило, здійснення професійної діяльності на фондовому ринку є *виключним видом діяльності* і не може поєднуватись з іншими видами підприємницької діяльності, крім випадків, визначених законодавством. Зокрема, до таких видів діяльності, які *дозволено поєднувати*, належать:

– провадження банком діяльності з торгівлі цінними паперами, депозитарної діяльності зберігача цінних паперів та діяльності з ведення реєстру власників іменних цінних паперів;

– надання професійним учасником фондового ринку консультаційних послуг щодо емісії, обігу та обліку цінних паперів, щодо прав та обов'язків емітента, інвестора та/або особи, яка видала неемісійний цінний папір, щодо обігу та обліку інших фінансових інструментів, а також щодо здійснення фінансових інвестицій у зазначені цінні папери та інші фінансові інструменти;

– здійснення компанією з управління активами діяльності з адміністрування пенсійних фондів та/або діяльності з управління іпотечним покриттям;

– провадження професійним учасником фондового ринку діяльності з надання інформаційних послуг на фондовому ринку, відмінне від надання рекламних послуг.

**До професійної діяльності на фондовому ринку** відносяться:

1) діяльність з торгівлі цінними паперами (брокерська діяльність, дилерська діяльність, андеррайтинг, діяльність з управління цінними паперами);

2) діяльність з управління активами інституційних інвесторів

3) депозитарна діяльність

4) діяльність з організації торгівлі цінними паперами

5) клірингова діяльність

**Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку** провадиться торговцями цінними паперами, які створюються у формі господарського товариства та для яких операції з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами є *виключним видом діяльності*, крім випадків, передбачених законодавством, а також банками.

Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами включає:

✓ *брокерську діяльність;*

✓ *дилерську діяльність;*

✓ *андеррайтинг;*

✓ *діяльність з управління цінними паперами.*

Торговець цінними паперами може провадити *дилерську діяльність*, якщо має сплачений коштами статутний капітал у розмірі не менш як 500 тисяч гривень, *брокерську діяльність* - не менш як 1 мільйон гривень, *андеррайтинг* або *діяльність з управління цінними паперами* - не менш як 7 мільйонів гривень. У статутному капіталі торговця цінними паперами частка іншого торговця не може перевищувати 10 відсотків. Ліцензія на провадження *андеррайтингу* видається лише за умови наявності у торговця цінними паперами ліцензії на провадження дилерської діяльності.

**Брокерська діяльність** - укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема на підставі договорів комісії, доручення) щодо цінних

паперів та інших фінансових інструментів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи.

Торговець цінними паперами, який провадить брокерську діяльність, може надавати своїм клієнтам консультації щодо купівлі-продажу цінних паперів та інших фінансових інструментів.

**Дилерська діяльність** - укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом.

**Андеррайтинг** - укладення торговцем цінними паперами договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у процесі емісії цих цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом.

Андеррайтер може надавати консультації емітенту щодо розміщення цінних паперів цього емітента. Андеррайтер відповідно до договору з емітентом може здійснювати: купівлю цінних паперів у емітента з подальшим їх перепродажем інвесторам; гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною з подальшим перепродажем; продаж якомога більшої кількості цінних паперів, без зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані.

З метою організації публічного розміщення цінних паперів андеррайтери можуть укласти між собою договір про спільну діяльність.

**Діяльність з управління цінними паперами** - діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами, іншими фінансовими інструментами та коштами, призначеними для інвестування в цінні папери та інші фінансові інструменти, а також отриманими у процесі управління цінними паперами, іншими фінансовими інструментами і коштами в інтересах установника управління або визначених ним третіх осіб.

Договір про управління цінними паперами, іншими фінансовими інструментами і коштами, призначеними для інвестування в цінні папери та інші фінансові інструменти, може передбачати виникнення у торговця цінними паперами права довірчої власності на передані йому в управління цінні папери, інші фінансові інструменти і кошти, призначені для інвестування в цінні папери та інші фінансові інструменти, а також виникнення права довірчої власності на кошти, цінні папери, інші фінансові інструменти, отримані торговцем цінними паперами від управління цінними паперами та іншими фінансовими інструментами.

Торговець цінними паперами, який провадить діяльність з управління цінними паперами, може надавати консультації, пов'язані з обслуговуванням установника управління. Торговець цінними паперами має право укласти договори про управління цінними паперами з фізичними та юридичними особами. Сума договору про управління цінними паперами з одним клієнтом - фізичною особою має становити не менше суми, еквівалентної 100 мінімальним заробітним платам. Договір про управління цінними паперами не може укладатися торговцем цінними паперами з компанією з управління активами.

Договір доручення, договір комісії або договір про управління цінними паперами укладається з торговцем цінними паперами в письмовій формі. Торговець цінними паперами веде облік цінних паперів, коштів окремо для кожного клієнта та окремо від цінних паперів, коштів та майна, що перебувають у власності торговця цінними паперами.

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

З метою захисту інтересів інвесторів законодавством жорстко регламентується діяльність управляючих активами. Так вони зобов'язані забезпечувати максимальну прибутковість інвестицій, не перевищуючи при цьому заданих рівнів ризику, надавати інвесторам достовірну інформацію про здійснені інвестиції та стан ринку, вчасно складати та подавати до органів регулювання відповідні фінансові звіти тощо. Водночас управляючі компанії не мають права використовувати в своїх інтересах чи в інтересах третіх осіб передані в управління активи, укладати угоди, які порушують законодавство, провадити діяльність, не обумовлену в договорі про управління.

Управління активами інститутів спільного інвестування та пенсійних фондів здійснюють компанії з управління активами, для яких цей вид діяльності є виключним, а також адміністратори пенсійних фондів, які, маючи відповідну ліцензію, поєднують діяльність з адміністрування пенсійного фонду з управлінням його активами. КУА має право одночасно здійснювати управління активами кількох інституційних інвесторів. Професійний адміністратор пенсійного фонду може здійснювати управління активами тільки тих пенсійних фондів, яким він надає послуги з адміністрування.

Особа, яка здійснює управління активами інституційних інвесторів, виконує такі *функції*:

- 1) аналізує активи, що належать інституційному інвестору та знаходяться в її управлінні, та активи, у які планується здійснити інвестування;
- 2) здійснює моніторинг вартості активів, що належать інституційному інвестору та знаходяться в її управлінні;
- 3) проводить розрахунок ризиків при здійсненні інвестування активів, що належать інституційному інвестору та знаходяться в її управлінні;
- 4) здійснює розрахунок дохідності та ризикованості інвестиційного портфеля інституційного інвестора;
- 5) складає та надає до Комісії звітність та іншу інформацію відповідно до законодавства;
- 6) забезпечує режим конфіденційності щодо планування інвестиційної діяльності інституційного інвестора;
- 7) забезпечує розкриття інформації відповідно до законодавства

**Клірингова діяльність** - діяльність з визначення зобов'язань, що підлягають виконанню за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, підготовка документів (інформації) для проведення розрахунків, а також створення системи гарантій з виконання зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.



Особами, які провадять клірингову діяльність, є клірингові установи та Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках. Центральний депозитарій цінних паперів та Національний банк України можуть провадити клірингову діяльність з урахуванням вимог, встановлених законодавством. Вимоги до мінімального розміру регулятивного капіталу особи, яка провадить клірингову діяльність, а також інші обмеження її діяльності визначаються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Національним банком України.

## 5. Регулювання ринку цінних паперів

**Регулювання ринку цінних паперів** – це цілеспрямований вплив на систему взаємовідносин, що складаються на ринку цінних паперів, з метою впорядкування цих взаємовідносин і забезпечення захисту інтересів осіб, які беруть у них участь.

**Метою регулювання ринку цінних паперів** є забезпечення його стабільності, збалансованості та ефективності функціонування.

Головні **цілі регулювання** ринку цінних паперів такі:

1. **Захист суспільних інтересів.** Фондовий ринок є частиною економічної системи національної та світової економіки, що забезпечує залучення інвестицій у всі види економічної діяльності. Тому цей ринок має виконувати певні суспільні завдання, зокрема підвищення темпів зростання економіки, стимулювання інвестиційної активності тощо.

2. **Створення вільного та відкритого ринку,** зокрема: захист учасників ринку від недобросовісної поведінки окремих осіб; забезпечення вільного та відкритого ціноутворення на цінні папери на основі попиту та пропозиції; захист конкурентних відносин; вільне входження нових суб'єктів до ринків; стимулювання створення нових ринків, підтримка ринкових структур, нововведень тощо.

3. **Формування справедливого та упорядкованого ринку:**

– створення нормальних умов для роботи всіх суб'єктів ринку, упорядкування його функціонування;

– недопущення несправедливих переваг одного суб'єкта перед іншими;

– контроль за коливанням цін на акції, яке може бути надто істотним;

– забезпечення високого ступеня ліквідності акцій та інших цінних паперів, тобто швидке укладання угод за взаємоприйнятною ціною;

– неперервність укладання угод та продаж акцій з мінімальною різницею в цінах, тобто різниця між котируванням купівлі та продажу має бути невеликою.

4. **Забезпечення глибини та широти ринку:**

– вибір з боку інвестора серед акцій багатьох компаній;

– можливість купівлі та продажу різних за обсягом пакетів акцій.

5. **Доступність та відкритість інформації:**

– вільний доступ до інформації про фондовий ринок та фінансовий стан компаній;

– можливість акціонера ознайомитися з поточним станом справ на підприємстві, протоколами засідань ради директорів, за винятком інформації, що належить до комерційної [таємниці];

– публікація інформації, що може істотно вплинути на ціну акцій.

6. *Формування ефективного ринку* на основі підприємницької діяльності, де гарантованою є адекватна плата за ризик.

**Об'єктами** на які спрямовується регулювання виступають: учасники (суб'єкти) ринку, цінні папери, операції та різні дії з цінними паперами.

*Регулювання учасників ринку* здійснюється щодо: впорядкування складу учасників ринку, можливості їх участі в роботі інших ринків, захисту в якості інвесторів від шахрайства, оподаткування тощо.

*Цінні папери регулюються* з позицій визначення юридичного статусу, особливостей розміщення (випуску), обігу, використання в якості основи для похідних інструментів тощо.

*Регулюються також операції з цінними паперами* з позицій: дозволених видів ринкових операцій, поєднання різних видів операцій (дій) з цінними паперами, вирішення майнових суперечок, оподаткування тощо.

**Методи регулювання ринку цінних паперів** – це способи використання інструментів, сукупність прийомів або операцій, запровадження яких забезпечує втілення цілей відповідної управлінської діяльності.

Кожному методу регулювання відповідає певний набір інструментів. *Інструменти регулювання ринку цінних паперів* – це знаряддя, важелі реалізації цілей цієї діяльності.

**За змістом регульовального впливу** виокремлюють такі **методи**: *організаційно-правові, економічні, адміністративні та соціально-психологічні*. Критерієм розмежування є домінування певної групи інструментів. До *економічних* належать податковий, бюджетно-фінансовий методи, які запроваджують шляхом встановлення ставок податків, тарифів, процентних ставок тощо. До *організаційно-правових* належать прийняття законодавчих і нормативних актів, підтримка правопорядку на ринку, реєстрація учасників тощо. *Соціально-психологічні* методи передбачають застосування певних етичних норм, правил, засобів психологічного впливу й переконання. *Адміністративні методи* – це встановлення певних регламентів та обмежень за допомогою ліцензування, квотування, сертифікації, надання дозволу на здійснення певних операцій з цінними паперами тощо.

**Залежно від спрямованості впливу методи** регулювання ринку цінних паперів поділяють на *прямі*, або *адміністративні*, які безпосередньо впливають на діяльність суб'єктів ринку цінних паперів чи відповідні процеси, та *непрямі*, або *загальноекономічні*, що опосередковано впливають на середовище ринку, у якому діють суб'єкти або відбуваються процеси.

Помилково вважати, що регулювання ринку цінних паперів здійснюється виключно державою в особі уповноважених органів.

**Суб'єктами регулювання** ринку цінних паперів є сукупність організацій, що здійснюють регулювання ринку цінних паперів на основі обов'язкових (нормативних) та добровільних (етичних) правил регулювання.

Згідно діючого законодавства регулювання ринку цінних паперів (фондового ринку) здійснює держава та саморегулювальні організації.

Відповідно до вищезазначеного з *погляду інституційних суб'єктів регулювання* розрізняють такі **види регулювання ринку цінних паперів**:

– *державне регулювання*, що здійснюється уповноваженими державними установами, до компетенції яких належить виконання певних функцій регулювання;

– *саморегулювання ринку* або регулювання з боку професійних учасників фондового ринку.

**Державне регулювання ринку цінних паперів** - здійснення державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їх похідних та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері.

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а також інші державні органи у межах своїх повноважень, визначених законом.

*Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР)* є державним колегіальним органом, підпорядкованим Президенту України, підзвітним Верховній Раді України. НКЦПФР складається з Комісії як колегіального органу та центрального апарату. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку здійснює повноваження через центральний апарат і свої територіальні органи. Основною формою роботи Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку як колегіального органу є засідання. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку вважається прийнятим, якщо за нього проголосувала більшість від загального кількісного складу. Голова та члени Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку мають по одному голосу кожен. Строк повноважень Голови та членів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку становить шість років.

*Основними завданнями Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку є:*

1) формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їх похідних в Україні, сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів;

2) координація діяльності державних органів з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів та їх похідних;

3) здійснення державного регулювання та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних на території України, а також у сфері спільного інвестування;

4) захист прав інвесторів шляхом застосування заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів, застосування санкцій за порушення законодавства у межах своїх повноважень;

5) сприяння розвитку ринку цінних паперів;

6) узагальнення практики застосування законодавства України з питань випуску та обігу цінних паперів в Україні, розроблення пропозицій щодо його вдосконалення.

**Форми державного регулювання ринку цінних паперів** встановлені в Законі України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків». До них належать:

- прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників ринку цінних паперів;

- регулювання випуску та обігу цінних паперів, прав та обов'язків учасників ринку цінних паперів;
- видача ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів та забезпечення контролю за такою діяльністю;
- заборона та зупинення на певний термін (до одного року) професійної діяльності на ринку цінних паперів у разі відсутності ліцензії на цю діяльність та притягнення до відповідальності за здійснення такої діяльності згідно з чинним законодавством;
- реєстрація випусків цінних паперів, звітів про результати розміщення цінних паперів та затвердження проспектів цінних паперів;
- контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів, звіту про результати розміщення цінних паперів та затвердження проспекту цінних паперів;
- створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів;
- контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам;
- встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів та контролю за їх дотриманням;
- пруденційний нагляд за професійними учасниками фондового ринку в межах діяльності, яка провадиться таким учасником на підставі виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку ліцензії;
- контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів;
- контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів;
- проведення інших заходів щодо державного регулювання і контролю за випуском та обігом цінних паперів.

Законодавча база регулювання ринку цінних паперів представлена наступними законодавчими актами:

- ЗУ «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»;
- ЗУ «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків»;
- ЗУ «Про депозитарну систему України»;
- ЗУ «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» тощо.

Світова практика демонструє різні за організацією та характером моделі регулювання ринку цінних паперів (табл. 1.3):

**Моделі регулювання ринку цінних паперів, що використовуються у світовій практиці**

<b>Критерій</b>	<b>Характеристика моделі</b>	<b>Країна</b>
Суб'єкти регулювання	- основна регулююча роль належить державі; - незначна частка повноважень з нагляду, контролю, встановленню обов'язкових правил поведінки передається державою саморегулювним організаціям професійних учасників ринку цінних паперів.	Країни континентальної Європи (Німеччина, Франція)
	- регулювання розподілено між державою та саморегулювними організаціями, яким передається максимально можливий обсяг повноважень; - значне місце у контролі займають не жорсткі нормативні вказівки, а процес формування домовленостей, індивідуальні узгодження з професійними учасниками ринку; - держава зберігає за собою основні контрольні функції.	Великобританія, США
	- визначальну роль на ринку відіграє центральний банк, оскільки основними учасниками ринку є комерційні та інвестиційні кредитні інститути (проміжна модель регулювання ринку цінних паперів)	Бельгія, Данія
Об'єкти регулювання	За функціональною ознакою: регулюється діяльність на ринку цінних паперів, кредитному та інших ринках	
	За інституційною ознакою: об'єктом регулювання є страхові компанії, пенсійні фонди, банки та ін.	
	Змішані: модель, у рамках якої створюється єдиний мегарегулятор фінансового ринку	
Ступінь жорсткості	моделі, засновані на жорстких, чітко прописаних правилах та формальних процедурах, детальному контролю за їх дотриманням	США
	моделі, засновані на широкому використанні стандартів, неформальних домовленостей, традицій, рекомендацій, узгодженого стилю поведінки	Великобританія, Швейцарія

**Саморегулювна організація професійних учасників фондового ринку** - неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність, крім депозитаріїв, утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

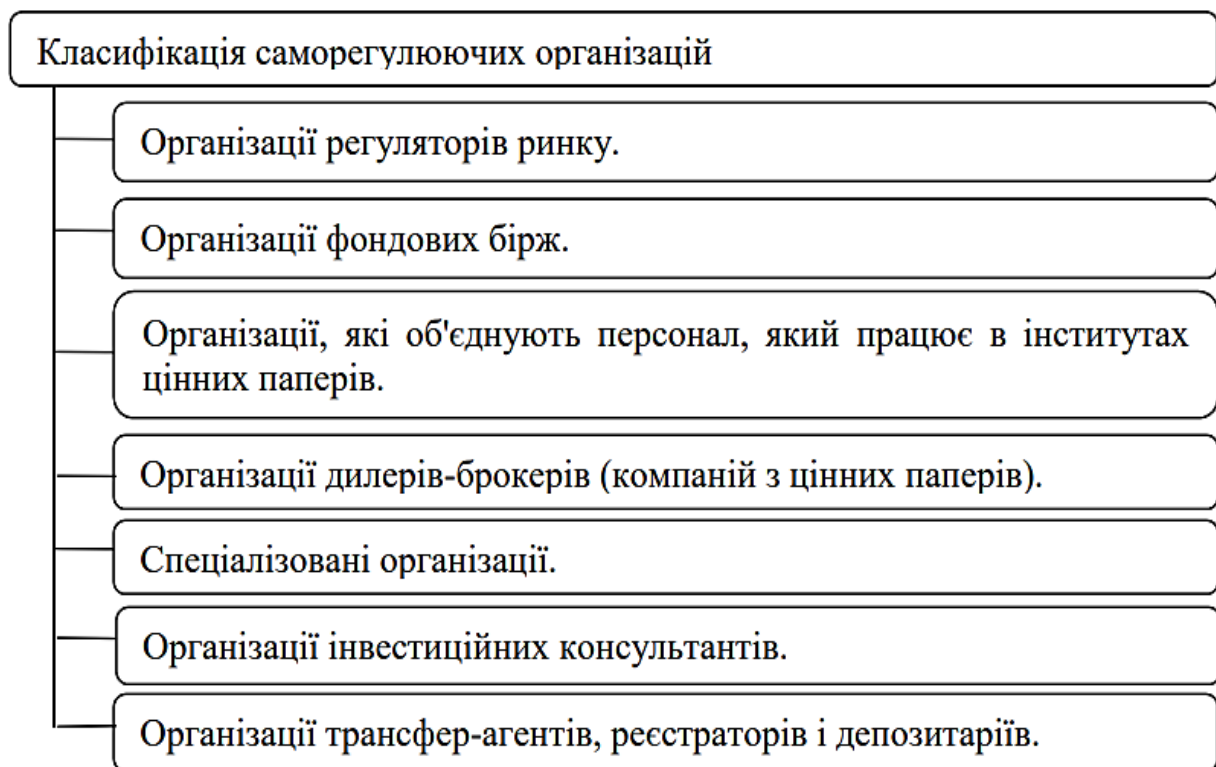
*Метою діяльності СРО* є посилення дієвості саморегулювання, упорядкованості на фондовому ринку, дисциплінованості учасників ринку цінних паперів та захист інтересів їх членів.

*Основними завданнями*, які ставлять перед собою СРО, залишаються:

– розроблення і затвердження обов'язкових для виконання членами СРО Правил (стандартів) провадження відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку, за винятком тих Правил (стандартів), які прямо встановлені законом, та здійснення контролю за їх дотриманням членами організації;

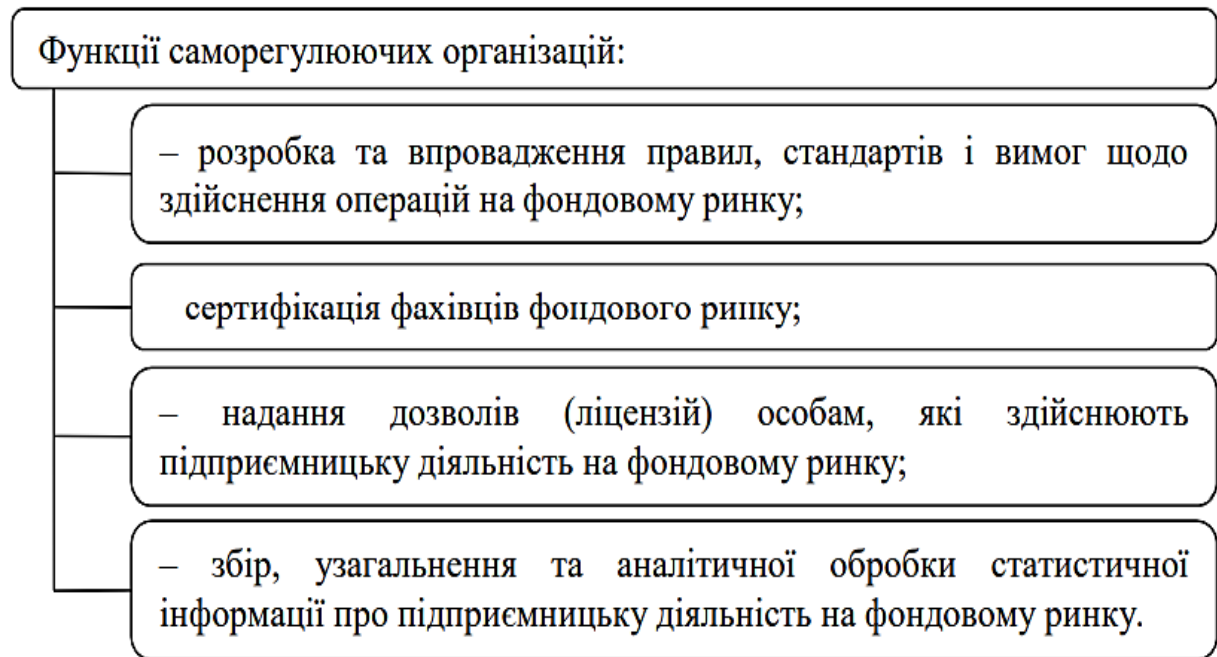
- впровадження норм професійної етики в практичній діяльності учасників об'єднання;
- розроблення і затвердження методичних рекомендацій щодо провадження відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку;
- розроблення та здійснення заходів щодо захисту прав членів СРО;
- розроблення заходів, спрямованих на запобігання порушенням членами СРО норм законодавства та внутрішніх документів СРО, зокрема при припиненні ними своєї професійної діяльності;
- впровадження ефективних механізмів розв'язання спорів, пов'язаних із професійною діяльністю учасників об'єднання;
- моніторинг дотримання Статуту та внутрішніх документів об'єднання його учасниками;
- застосування заходів дисциплінарного впливу до членів СРО у разі виявлення порушень Статуту СРО, внутрішніх документів СРО.

Склад СРО залежить здебільшого від учасників ринку ЦП, що безпосередньо їх створили (рис. 1.3).



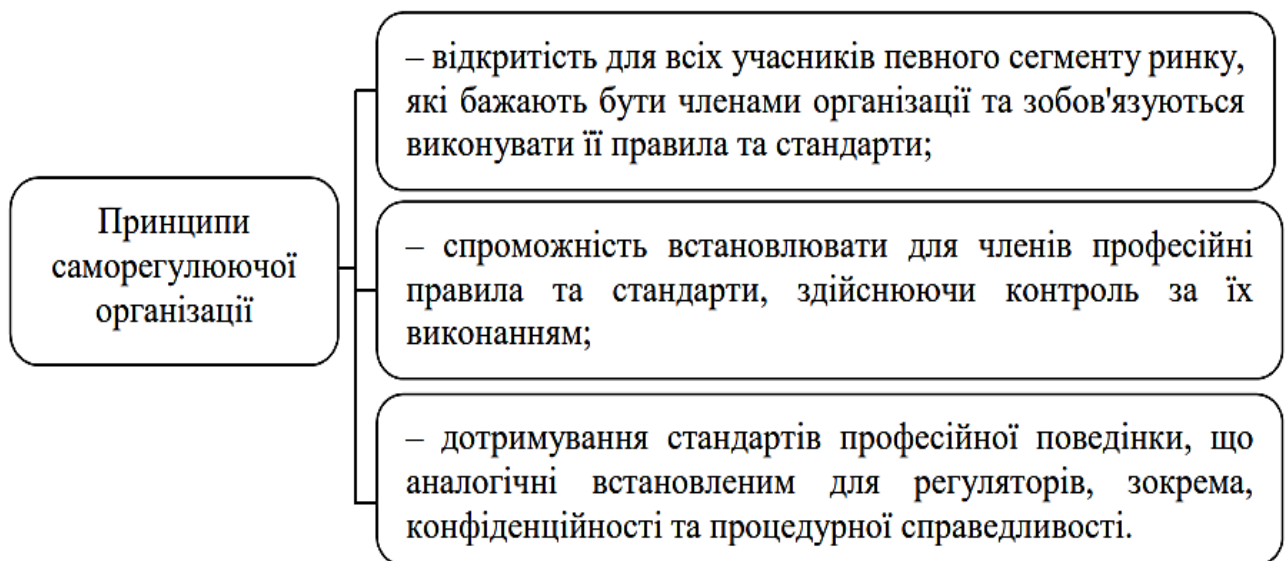
**Рис. 1.3. Класифікація саморегулюючих організацій**

На вітчизняному ринку цінних паперів саморегулюючі організації здійснюють різні функції (норми), які встановлюються відповідними ліцензіями, договорами, угодами (рис. 1.4)



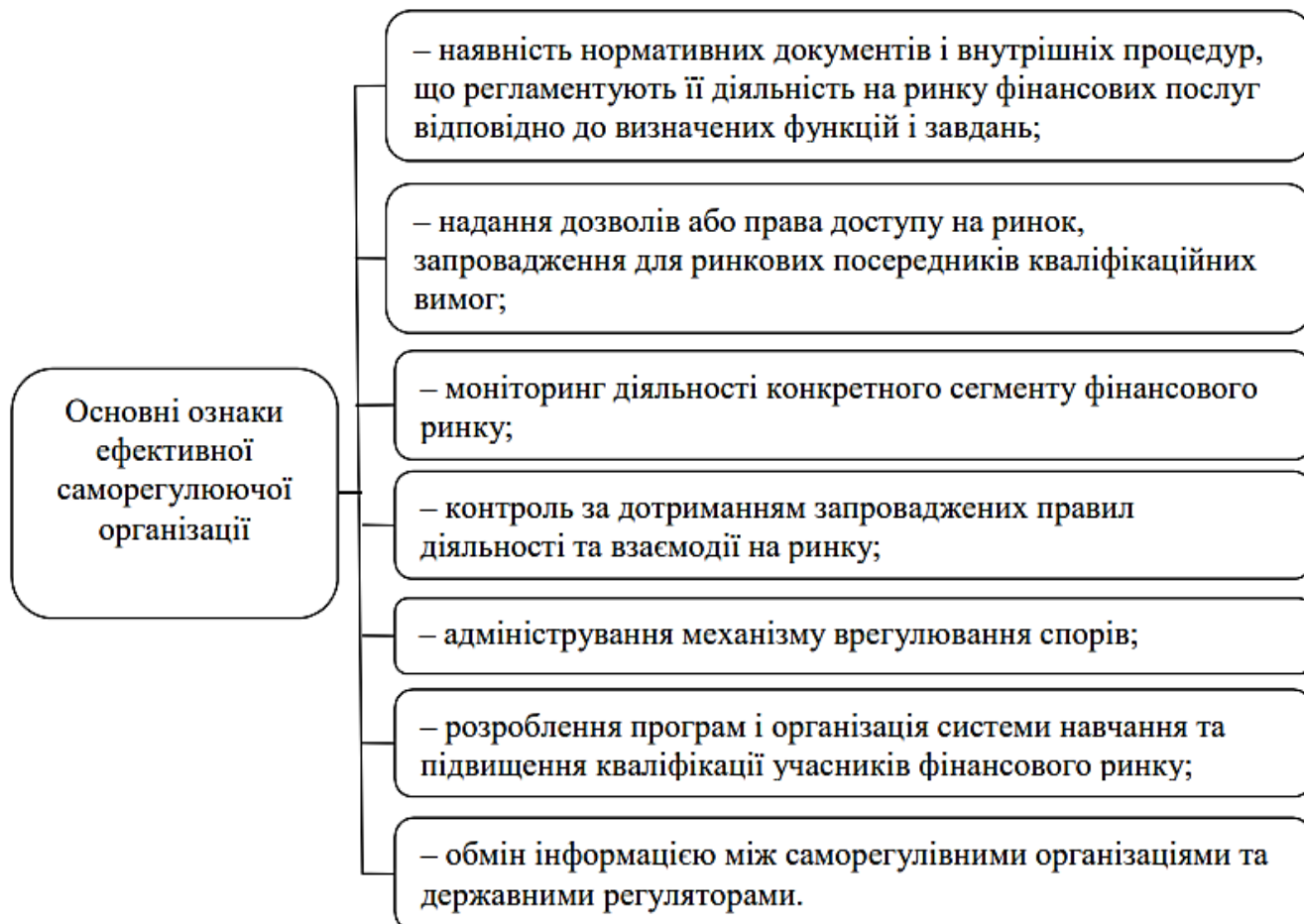
**Рис. 1.4. Функції саморегулюючих організацій**

Основні принципи діяльності саморегулюючих організацій включають такі складові, як: відкритість, дотримання стандартів професійної поведінки, спроможність (рис. 1.5).



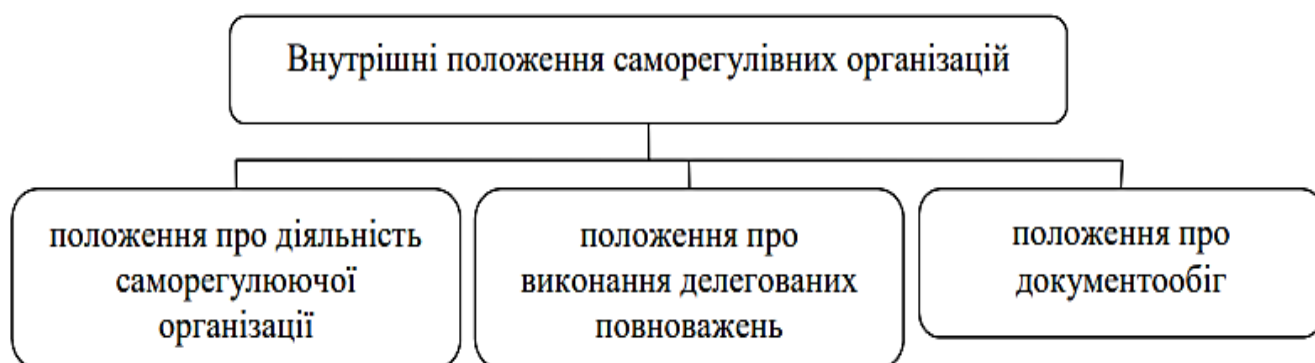
**Рис. 1.5. Принципи саморегулюючої організації**

До основних ознак ефективної саморегулюючої організації відносять – надання дозволів, наявність нормативно-правових документів, моніторинг, контроль, розроблення програм, адміністрування, обмін інформацією (рис. 1.6).



**Рис. 1.6. Ознаки ефективної саморегулюючої організації**

Норми (правила) саморегулюючих організацій передбачають забезпечувати інтереси кожного учасника процесу на фінансовому ринку, відповідно до чинного законодавства, статуту саморегулюючої організації та дотримання внутрішніх положень (рис. 1.7).

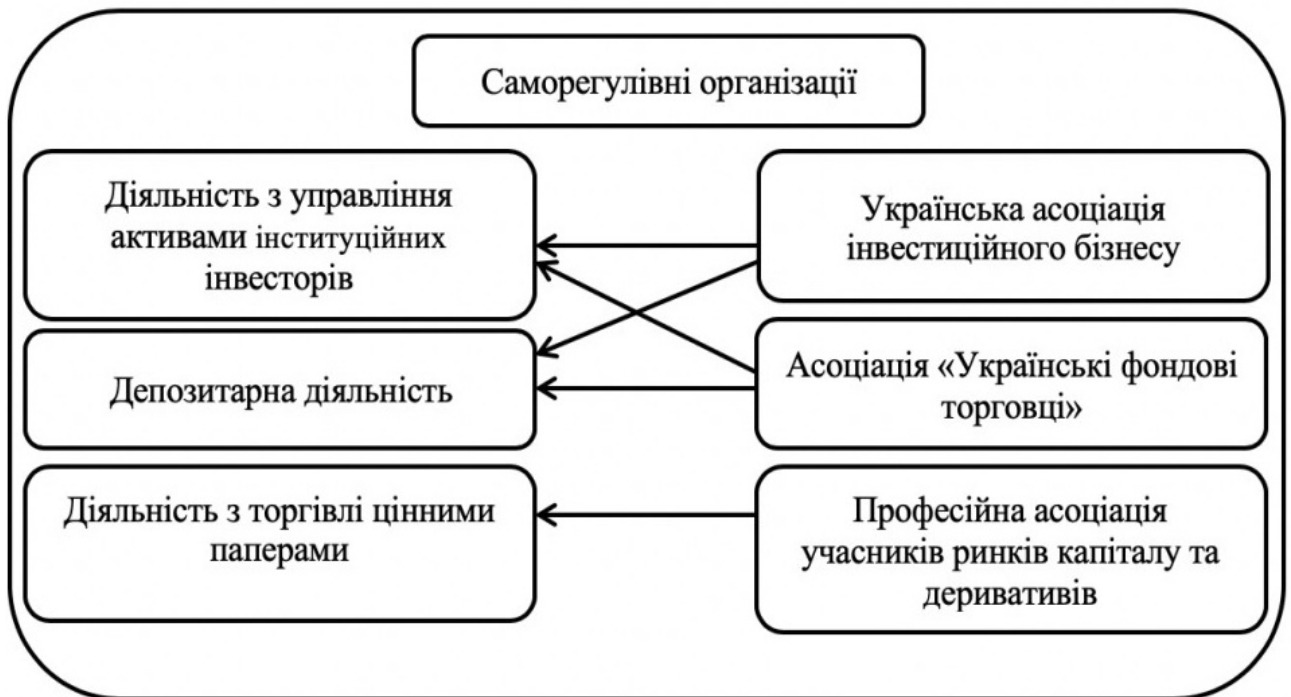


**Рис. 1.7. Внутрішні положення саморегулювальних організацій**

За недотримання норм (правил) передбачені – попередження, призупинення участі (тимчасово), штрафні санкції тощо.

Система СРО на ринку цінних паперів України зображена на рис. 1.8.





**Рис. 1.8. Система саморегулівних організацій на ринку цінних паперів України**

Отже, в Україні на ринку цінних паперів діє 3 СРО. Варто зауважити, що за останні 10 років кількість СРО значно зменшилася (з 10 до 3), головною причиною такого законодавчого кроку в частині зменшення СРО стало усунення конкуренції серед СРО і унеможливлення зниження планки вимог при визначенні стандартів саморегулювання. Протягом довгого періоду діяльність майже всіх саморегулівних організацій на вітчизняному ринку цінних паперів полягала у «лобіюванні» вирішення ряду нагальних проблем, які цікавили учасників ринку цінних паперів. Щодо питання делегування СРО ряду певних повноважень регулятора не аналізувалось, враховуючи «множинність» (чисельність) саморегулівних організацій та законодавчу невизначеність щодо цього питання..

Асоціація «Українські Фондові Торговці» (Асоціація «Регіональний Фондовий Союз» до 2009р.) створена наприкінці 14.12.2004 р. та представляє інтереси професійних учасників РЦП, що здійснюють депозитарну діяльність та торгівлю цінними паперами. Апарат Асоціації бере участь у створенні та підготовці нормативно-правових актів та проектів, надає консультаційну допомогу членам цієї асоціації. Асоціація на системному рівні здійснює роботу щодо покращання нормативної та законодавчої бази щодо питань реалізації професійної діяльності з торгівлі ЦП, проведення ряду публічних та інформаційних заходів. Асоціація здійснює консультаційну допомогу своїм членам, та ряду іншим компаніям, що готуються отримати ліцензію для здійснення торгівлі ЦП.

Асоціація перша серед саморегулівних організацій на ринку ЦП впровадила попередню перевірку адміністративних даних своїх учасників. Асоціація – перша та єдина СРО, котра надає спеціалізоване програмне забезпечення, яке забезпечує формування адміністративних даних торговця цінними паперами та інших облікових аналітичних реєстрів відповідно до вимог чинного законодавства.

Розглянемо другий структурний елемент – Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД) – являє собою професійне об’єднання на фондовому ринку України. Асоціація (ПАРД), створена у 1996 році, представляє інтереси усіх депозитарних установ та торговців ЦП України. У 2013р. Асоціація (ПАРД) вкотре підтвердила статус СРО за видом професійної діяльності «депозитарна діяльність», що на початку 2015 р. отримала додатково статус СРО з торгівлі ЦП.

Протягом тривалого часу роботи Асоціації (ПАРД) її представники брали участь у розробленні великої кількості профільних законодавчих та нормативних актів. Асоціація (ПАРД) досить часто проводить науково-практичні заходи з різних сфер професійної діяльності учасників даного ринку. Представники Асоціації (ПАРД) входять до числа консультативно-дорадчих органів при державних органах виконавчої влади України. Асоціація (ПАРД) на регулярній основі здійснює участь у роботі Стратегічної групи та Консультаційно-експертної Ради при НКЦПФР. Спеціалісти Асоціації являється постійними учасниками Антимонопольного комітету України, Державного комітету з питань регуляторної політики і підприємництва, Комітетів та робочих груп при НКЦПФР тощо.

Українська Асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ) була створена в 1995 році і являється добровільною недержавною некомерційною організацією, що об’єднує в собі ряд компанії з управління активами в Україні. На даний час, це єдина в нашій країні саморегульована недержавна організація, якій держава делегувала частину власних повноважень, визначивши їх в ЗУ «Про ІСІ» та Положенні про об’єднання професійних учасників фондового ринку. Наданий час Українська Асоціація інвестиційного бізнесу об’єднує 330 КУА, в управлінні яких – 1210 ІСІ, 74 НПФ, резерви 7 СК.

Отже, можемо зробити висновок, що механізм саморегулювання безпосередньо направлений на регулювання економічних процесів шляхом дотримання правил (норм) відкритості та прозорості ринку цінних паперів, запровадження сертифікації спеціалістів. Механізм саморегулювання представляє інтереси всіх учасників ринкових відносин, а саме: інвесторів, членів, споживачів, клієнтів з дотриманням рівня конкурентоспроможності даного ринку. Розвиток та функціонування ринку цінних паперів знаходиться в постійному русі – зростає та ускладнюється. Для більш ефективного його функціонування потрібно розширювати та вдосконалювати взаємодію механізмів державного регулювання та саморегулювання організацій всіх процесів на ринку цінних паперів України.

***Рекомендована література:***

Базова: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

Допоміжна: [2, 3, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 4, 5, 8]

## ТЕМА 2. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ РЕАЛІЗАЦІЇ ОПЕРАЦІЙ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ

### План

1. Сутність та види цінних паперів.
2. Поняття операцій з цінними паперами.
3. Основні характеристики цінних паперів.

**Ключові слова:** емісійні цінні папери, форма існування цінних паперів, форма випуску цінних паперів, групи цінних паперів, індосамент, цінний папір, фінансовий інструмент, ризик, ризикові активи, безризикові активи, акція, облігація, державні цінні папери, дохідність, ліквідність, прибутковість, ризиковістю, інвестиційний сертифікат.

### 1. Сутність та види цінних паперів.

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

За **порядком розміщення (видачі)** цінні папери поділяються на **емісійні** та **неемісійні**.

**Емісійні цінні папери** - цінні папери, що посвідчують однакові права їх власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов'язання (емітент).

До **емісійних цінних паперів** належать:

- ✓ акції;
- ✓ облігації підприємств;
- ✓ облігації місцевих позик;
- ✓ державні облігації України;
- ✓ іпотечні сертифікати;
- ✓ іпотечні облігації;
- ✓ сертифікати фондів операцій з нерухомістю (сертифікати ФОН);
- ✓ інвестиційні сертифікати;
- ✓ казначейські зобов'язання України.

За **формою існування** цінні папери поділяються на **документарні** та **бездокументарні**.

**Емісійні цінні папери** одного випуску можуть існувати лише в **одній формі**.

**Неемісійні цінні папери** можуть існувати виключно в **документарній формі**.

За **формою випуску** цінні папери бувають:

- 1) **на пред'явника** (права належать пред'явникові цінного паперу);
- 2) **іменні** (права належать особі, якій зазначена у цінному паперу);
- 3) **ордерні** (права належать особі, яка зазначена у цінному папері, яка може сама здійснити ці права або призначити своїм розпорядженням (наказом) іншу уповноважену особу).

В Україні у цивільному обороті можуть бути такі **групи цінних паперів**:

1) ***Пайові***:

- ✓ акції;
- ✓ інвестиційні сертифікати;
- ✓ сертифікати фондів операцій з нерухомістю (сертифікати ФОН);

2) ***Боргові***:

- ✓ облігації підприємств;
- ✓ облігації місцевих позик;
- ✓ ощадні (депозитні) сертифікати;
- ✓ державні облігації України;
- ✓ казначейські зобов'язання України;
- ✓ векселі.

3) ***Іпотечні***:

- ✓ іпотечні облігації;
- ✓ іпотечні сертифікати;
- ✓ заставні.

4) ***Приватизаційні***.

5) ***Похідні***.

6) ***Товаророзпорядчі***.

***Пайові цінні папери*** - цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів та сертифікатів ФОН), надають власнику право на участь в управлінні емітентом (крім сертифікатів ФОН) і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента (крім сертифікатів ФОН).

***Боргові цінні папери*** - цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити у визначений строк кошти відповідно до зобов'язання.

***Іпотечні цінні папери*** - цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів.

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

В Україні використовувались такі приватизаційні папери – приватизаційні майнові сертифікати, житлові чеки та земельні бони. Приватизаційні майнові сертифікати застосовувались під час проведення масової приватизації, їх обіг завершено. Інші приватизаційні папери широкого застосування в Україні не мали, що пояснюється особливостями житлового та земельного законодавства.

***Похідні цінні папери*** - цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів.

***Товаророзпорядчі цінні папери*** - цінні папери, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах.

У залежності від форми існування та випуску здійснюється передача прав за цінними паперами.

Для передачі іншій особі прав, посвідчених цінним папером на пред'явника, достатньо вручити цінний папір цій особі.

Права, посвідчені іменним цінним папером, передаються у порядку, встановленому законами України.

Права, посвідчені ордерним цінним папером, передаються шляхом вчинення на цьому папері *індосаменту*. Індосант відповідає за наявність та здійснення цього права. Згідно з індосаментом до особи, якій (або у розпорядження якої) передаються права, посвідчені цінним папером (індосата), переходять усі ці права. **Індосамент** може бути *бланковим* (без зазначення особи, щодо якої має бути здійснене виконання зобов'язань) або *ордерним* (із зазначенням такої особи).

Особа, що розмістила (видала) цінний папір, та особи, що індосували його, відповідають перед його законним володільцем солідарно. У разі задоволення вимоги законного володільця ордерного цінного паперу про виконання посвідченого цим папером зобов'язання однією або кількома особами з числа тих, хто має такі зобов'язання, особи, що індосували цінний папір, набувають право зворотної вимоги (регресу) щодо інших осіб, які мають зобов'язання за цінним папером.

Відмова від виконання зобов'язання, посвідченого цінним папером, з посиланням на відсутність підстави зобов'язання або на його недійсність **не допускається**.

## 2. Поняття операцій з цінними паперами

**Операції з цінними паперами** охоплюють розрахункові та облікові операції з паперами власної емісії і отриманими.

Папери власної емісії охоплюють операції емісії, продажу, обміну, випуску, оплати дивідендів (процентів). Їх випуск проводиться з метою формування статутного фонду шляхом емісії й розміщення власних акцій.

З отриманими (чужими) цінними паперами (папери невластної емісії) здійснюються операції купівлі, продажу, зберігання, отримання платежів.

*Метою їх здійснення є забезпечення випуску, обігу, використання цінних паперів як застави, виплати доходів на них, установлення контролю за діяльністю емітента та ін. До основних операцій з цінними паперами належать:*

- випуск;
- емісія;
- розміщення;
- конвертація;
- нарахування і виплата доходів;
- погашення.

**Найбільш поширеними є три групи операцій:**

- емісійні;
- інвестиційні;
- клієнтські.

**Емісійні** – здійснюються з метою забезпечення діяльності суб'єкта фінансовими ресурсами:

- формування і збільшення власного капіталу;

- залучення позикового капіталу.

**Інвестиційні** – вкладання суб'єктами в операції власних та залучених фінансових ресурсів у фондові активи від власного імені за своїм призначенням.

**Клієнтські** – забезпечення зобов'язань суб'єкта операцій перед клієнтом щодо ЦП чи зобов'язань клієнта пов'язаних з ЦП

**Випуск цінних паперів** – це сукупність певного виду цінних паперів одного емітента, що пропонується інвесторам з метою вирішення поставлених задач. Як правило, цінні папери, що належать до одного випуску, мають одну номінальну вартість та забезпечують їх власникам однакові права. Так, випуск акцій проводиться з метою формування статутного капіталу акціонерного товариства або зміни його величини. Всі акції, що відносять до такого випуску, повинні мати однакову номінальну вартість. Кожна акція надає її власнику права, що передбачені установчими документами. Емітентом облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) є Кабінет Міністрів України. Метою їх випуску є залучення коштів до Державного бюджету. Облігації одного випуску мають бути однакової номінальної вартості та терміну погашення. Власники ОВДП мають право на їх перепродаж, одержання доходів (на процентні облігації) та коштів у разі їх погашення.

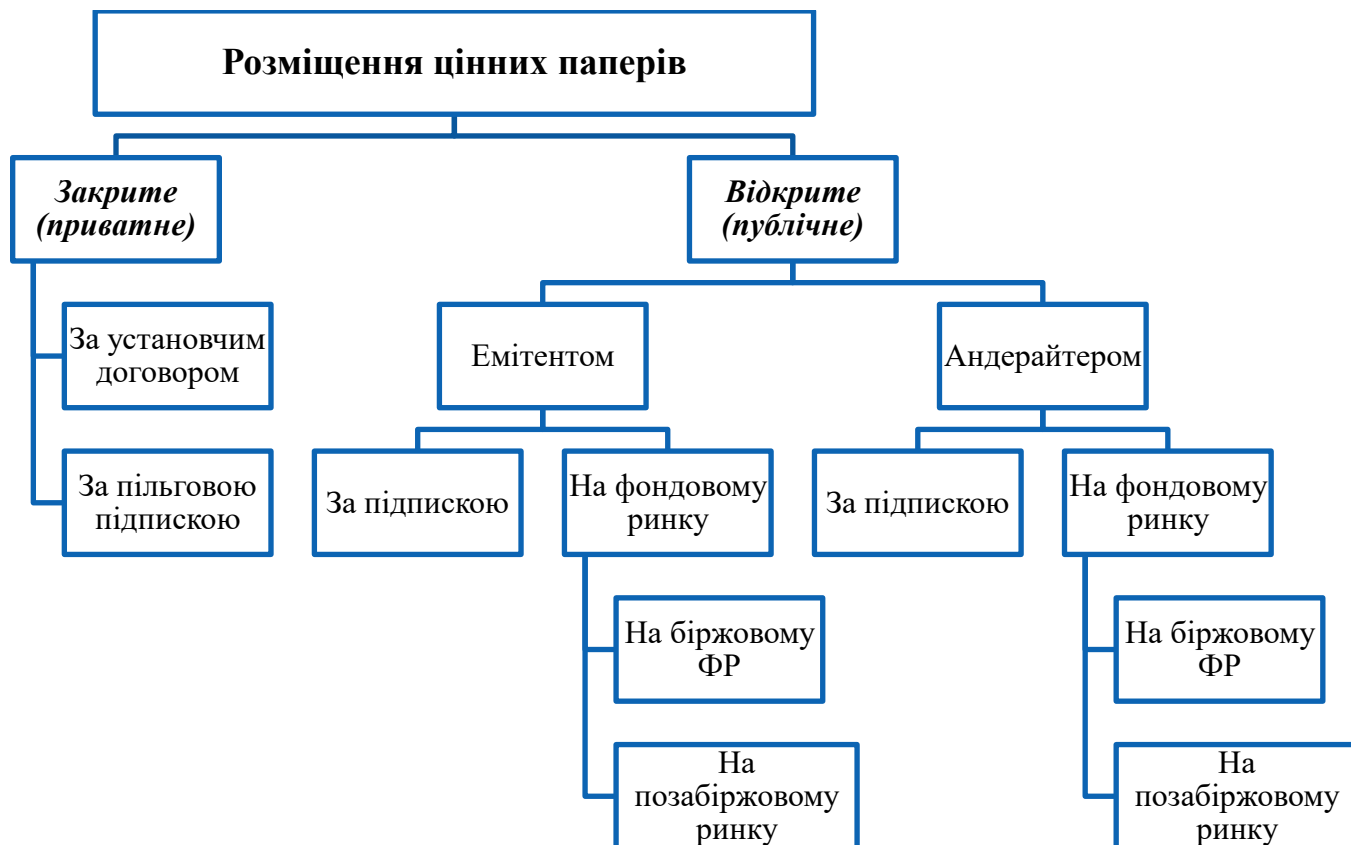
**Емісія цінних паперів** – комплекс дій емітента щодо випуску та розміщення цінних паперів. До таких зараховують:

- визначення обсягів, виду та форми випуску цінних паперів;
- прийняття рішення про розміщення цінних паперів;
- реєстрацію випуску цінних паперів;
- підготовку проекту емісії фінансових інструментів (у разі публічного їх розміщення);
- вирішення питань, пов'язаних з веденням реєстру власників цінних паперів;
- виготовлення сертифікатів цінних паперів (у разі випуску у документарній формі);
- розкриття інформації, що міститься в проспекті емісії цінних паперів;
- організація розміщення цінних паперів;
- реєстрація звіту про підсумки публічного розміщення цінних паперів.

Якщо емітент здійснює повторні емісії цінних паперів, до його дій додаються:

- задоволення потреб акціонерів щодо використання свого першочергового права на придбання акцій;
- організація викупу акцій у акціонерів, які голосували проти проведення додаткової емісії на їх вимогу.

**Розміщення цінних паперів** – це відчуження цінних паперів шляхом укладання цивільно-правових договорів з інвесторами. Розміщення цінних паперів може проводитися безпосередньо емітентом або андерайтером. За формами розміщення буває закрите (приватне) та відкрите (публічне). Форми розміщення цінних паперів відображені на рис. 2.1.



**Рис. 2.1. Форми розміщення цінних паперів**

**Закрите (приватне) розміщення** цінних паперів передбачає розміщення цінних паперів між заздалегідь визначеним колом осіб. Прикладом може бути розміщення акцій акціонерного товариства серед засновників. У закритому акціонерному товаристві розміщення акцій проводиться тільки серед визначеного кола осіб. А основним документом, в якому відображаються результати такого розміщення є установчий договір. У відкритому акціонерному товаристві за установчим договором, згідно із законодавством України, потрібно розмістити не менше 25% від випуску акцій. У випадках, коли проводяться повторні емісії коло учасників приватного розміщення зростає. Адже кожний акціонер має право на придбання частки акцій нового випуску у такому обсязі, який йому належав до повторної емісії.

**Відкрите (публічне) розміщення цінних паперів** – це розміщення, за якого коло осіб, у якому розміщують такі папери, є заздалегідь невизначеним. Таке розміщення проводиться після завершення закритого продажу акцій. Воно може здійснюватися як безпосередньо емітентом, так і андерайтером. Публічне розміщення акцій можливе тільки для відкритих акціонерних товариств. Воно проводиться у формі підписки або продажу на фондовому ринку (біржовому або позабіржовому). Андерайтер – це юридична особа, що виконує операції з розміщення цінних паперів на основі угоди з емітентом. Андерайтером може бути тільки професійний учасник фондового ринку, який має ліцензію на проведення брокерської та дилерської діяльності. Як правило, це комерційні банки і торговці цінними паперами. Проведення публічного розміщення акцій передбачає підготовку та оприлюднення інформації про його умови в проспекті емісії акцій.

**Обіг цінних паперів** охоплює операції, пов'язані з переходом права власності на цінні папери від одного суб'єкта до іншого. Такі операції проводять укладаючи та виконуючи цивільно-правові угоди між суб'єктами. Обіг цінних паперів може здійснюватися на організованому та неорганізованому фондових ринках. До організованого ринку належать операції на фондових біржах та в торговельно-інформаційних системах, що обслуговують позабіржовий ринок цінних паперів. Договори щодо цінних паперів на організованому фондовому ринку укладаються виключно брокерами або дилерами.

На неорганізованому ринку операції з обігу цінних паперів можуть проводити емітенти і торговці цінними паперами. У процесі обігу на організованому ринку цінні папери підлягають лістингу і котируванню. *Лістинг* – це внесення фінансового інструменту до реєстру (списку) цінних паперів, що здійснюють обіг на фондовій біржі або в межах торговельно-інформаційної системи. *Котирування* – це визначення та фіксація ринкової ціни цінного папера.

**Конвертація цінних паперів** – це система дій, правил, за якою емітент один вид цінного папера або форму його випуску переводить (обмінює) в інший вид чи форму. Конвертація проводиться з метою зміни умов фінансування активів емітента. Прикладом може бути обмін корпоративних облігацій на акції акціонерного товариства. Мета такої конвертації – переведення зобов'язань підприємства до складу власного капіталу. Такий обмін здійснюється згідно з прийнятим коефіцієнтом конверсії та за вартістю, що відповідає ціні конверсії. Конверсію можуть проводити і для переведення довгострокових зобов'язань у поточні, привілейованих акцій у звичайні та ін. Знерухомлення цінних паперів також є особливою формою їх конверсії.

**Нарахування і виплату доходів на цінні папери** виконують згідно з умовами їх емісії. Так, дивіденди на звичайні акції виплачують тільки у тому разі, коли загальними зборами акціонерів прийнято рішення про таку виплату. Нарахування і виплата процентних платежів за облігаціями проводяться у строки та в обсягах, передбачених умовами емісії облігацій. Дивіденди на привілейовані акції виплачують у розмірі, встановленому умовами емісії, та за наявності джерел для їх виплати. Виплати дивідендів на привілейовані акції здійснюють в першу чергу, у порівнянні зі звичайними акціями.

**За погашення цінних паперів** інвесторам виплачують вартість фінансового інструменту в разі вилучення його з обігу. Зокрема, погашення такого боргового цінного папера, як облігація, проводиться в період закінчення строку її обігу. Сума, що виплачується її власнику, відповідає величині номінальної вартості облігації. Акції підлягають погашенню або за закінченням терміну діяльності товариства (в разі заснування його на визначений строк), або за умов його непередбаченої ліквідації. Величину погашення визначають як суму, що припадає на одну акцію після проведення ліквідації підприємства та повної виплати заборгованості за позиками перед державним бюджетом, із заробітної плати працівникам та ін.

Із цінними паперами виконують також багато інших операцій. До них, зокрема, належать передавання цінних паперів у спадщину, дарування, внесення їх як майнового вкладу до статутних капіталів господарських товариств, передавання у заставу, залучення в довірче управління, проведення розрахунків між суб'єктами,



хеджування фінансового ризику та ін. Особливі операції здійснюються у випадках придбання, реалізації та анулювання акціонерними товариствами власних акцій.

### 3. Основні характеристики цінних паперів

Прийняття рішень щодо інвестування коштів здійснюється на основі аналізу основних характеристик цінних паперів: Рівня доходності, рівня ризиковості, терміну обігу, ліквідності, конвертованості, оборотності, податкового статусу, валюти платежу тощо. Деякі з наведених вище характеристик властиві переважній більшості фінансових активів, інші – обмеженому колу цінних паперів.



**Податковий статус цінного паперу**

- Визначається способом та величиною ставки оподаткування доходів від володіння та перепродажу цінного паперу

**Оборотність**

- Відображає розмір витрат обігу або сукупних витрат на інвестування у цінний папір та на перетворення цього цінного паперу на грошові кошти

**Валюта платежу**

- Валюта, в якій здійснюються виплати за певним цінним папером

**Термін обігу цінного паперу** – це проміжок часу до кінцевого платежу або вимоги ліквідації (погашення) цінного паперу. Залежно від обігу цінні папери поділяються на строкові та безстрокові.

**Ліквідність цінного паперу** – це здатність його швидко і без втрат вартості (або незначних втрат вартості) перетворюватися на готівку (абсолютно ліквідний актив).

**Конвертованість** – це можливість перетворення конкретного цінного паперу в інший цінний папір. Ця здатність властива конвертованим та обмінюваним облігаціям.

**Податковий статус цінного папера** – визначається способом та величиною ставки оподаткування доходів від володіння та перепродажу цінного паперу. Податковий статус цінного паперу суттєво впливає на вид операцій, що провадяться з цим цінним папером.

**Оборотність** відображає розмір витрат обігу або сукупних витрат на інвестування у цінний папір та на перетворення цього цінного паперу на грошові кошти.

**Валюта платежу** – це валюта, в якій здійснюються виплати за певним цінним папером.

Ключовими параметрами прийняття інвестиційного рішення щодо цінних паперів є рівень ризику та дохідність (прибутковість) цінного паперу.

**Ризик** - це термін для позначення мінливості й невизначеності, пов'язаної з вартістю інвестицій наприкінці періоду, для позначення непевності й невизначеності одержання доходу від цих інвестицій.

**Ризикові активи** - це активи, прибутковість яких у майбутньому невизначена.

Умовно **безризиковими активами** (*risk-free*) називають активи, за якими в момент придбання чітко відома майбутня прибутковість у момент погашення. Як правило, це короткострокові державні облігації.

При виборі інвестиційного рішення й аналізі ризиків можна виходити із двох основних стратегій:

➤ **перша** -

визначити або зафіксувати необхідний рівень доходності (прибутковості) від інвестиції й, перебравши доступні варіанти вкладення коштів, визначити ймовірні рівні ризику, серед яких вибрати мінімальний, але відповідний цій прибутковості;

➤ **друга** -

вибрати той максимальний рівень ризику, вище якого немає сенсу реалізовувати проект, і серед можливих варіантів інвестицій зупинитися на тому, який давав би найбільший дохід (прибуток) при встановленому рівні ризику. Обидві ці стратегії в підсумку теоретично мають забезпечити приблизно однаковий рівень віддачі для інвестора.

*Ризик інвестування в цінні папери включає:*

- ризик ліквідності;

- ризик неплатежу;

- ризик, пов'язаний із терміном обігу певного цінного паперу.

**Дохідність цінного папера** визначається очікуваними грошовими потоками за ним, тобто очікуваними процентами, дивідендними виплатами, а також, сумами, отриманими від погашення чи перепродажу цінних паперів.

Розрізняють 2 основні види доходу за цінними паперами:

- дохід від володіння цінним папером;

- дохід від перепродажу цінного папера на вторинному ринку;

Прийняття ефективних економічних рішень ґрунтується на значній кількості фінансових обчислень, предметом яких є знаходження функціональних залежностей між **вартістю, часом та ризиком**.

Розглядаючи вартість грошей у часі прийнято використовувати два основних поняття - **майбутня вартість грошей** і **теперішня вартість грошей**. Існує інвестування під прості й складні відсотки.

При інвестуванні під простий відсоток процентний дохід на отримані (або нараховані) відсотки не нараховується.

Якщо початкова сума **P** збільшується на **r%**, то наприкінці певного періоду отримана в результаті сума **S** (нарошена сума, яку одержимо в результаті інвестування під прості відсотки) за **n** періодів (звичайно, за **n** років) визначається за формулою (формула 2.1):

$$S = P (1 + r n) \quad (2.1)$$

Дійсна та майбутня вартість грошових платежів при інвестуванні під складні відсотки визначаються з умови, що процентні платежі при цьому реінвестуються за відповідною ставкою (як кажуть, нараховуються відсотки на відсотки).

Процес нарахування відсотків не лише на основну суму інвестицій, а й на відсотки, отримані в попередні періоди, називається **капіталізацією відсотків**.

Позначимо початкову вартість грошей або інвестицій **PV (present value)**. Це дійсна вартість (початкова) на сьогоднішній день майбутніх доходів із поправкою на ризик Цю величину часто називають наведеною або поточною вартістю.

Позначимо майбутню вартість вкладених коштів після того, як на них будуть нараховані відсотки (отриманий дохід) **FV (future value)**. Це **майбутня вартість** вкладених грошей через певний проміжок часу з нарахованими за певною ставкою відсотками (кінцева вартість).

Позначимо процентну ставку, за якою на вихідну суму нараховується дохід, літерою **k** (часто цю величину позначають буквами **i** чи **r** і називають **ставкою розміщення**). **Кількість періодів**, за які нараховується дохід, позначаємо буквою **n** Можливе нарахування складних відсотків для цілого (наприклад, 5 або 7 років) і нецілого числа періодів (наприклад, 5,5 року або 66 місяців).

Приведення фінансових потоків до теперішнього часу (**дисконтування**) відбувається на основі **ставки дисконтування (ставки дисконту)** а приведення до майбутнього часу (нарошення) на основі **ставки нарощення (ставки відсотку)**. На практиці, щоб прискорити підрахування вартості застосовують спеціальні таблиці. За їх допомогою необхідно визначити відповідний коефіцієнт (знаходиться на перетині відповідних значень **n** та **i** та помножити його на суму інвестованих коштів - для визначення майбутньої вартості вкладених сьогодні коштів, або суму майбутніх грошових надходжень поділити на значення коефіцієнта теперішньої вартості грошової одиниці - для визначення теперішньої вартості грошових коштів.

Таким чином, ключовим показником фінансових обчислень є **середньоринкова ставка відсотку** або **ставка дисконтування**.

За умови, що розрахунки ведуться за схемою складних відсотків при цьому річний дохід не вилучається, тобто відсотки реінвестуються й на них також нараховуються відсотки, формула для визначення майбутньої вартості матиме такий вигляд (формула 2.2):

$$FV = PV (1 + k)^n \quad (2.2)$$

У цій формулі вираз  $(1+k)^n$  позначається аббревіатурою FVIF (Future Value Interest Factor) та у різних джерелах носить назву:

- ✓ *процентний фактор майбутньої вартості;*
- ✓ *коефіцієнт майбутньої вартості;*
- ✓ *множник нарощення;*
- ✓ *коефіцієнтом капіталізації.*

**Дисконтуванням** називається процес винайдення дійсної вартості (початкової) з майбутньої вартості, яка розраховується за такою формулою (формула 2.3):

$$PV = \frac{FV}{(1+d)^n} = FV \frac{1}{(1+d)^n} = FV (1 + d)^{-n} \quad (2.3)$$

У формулі вираз  $1/(1 + d)^n$  або  $(1 + d)^{-n}$  (**d** - ставка дисконту, або процентна ставка доходу, що очікується інвестором) позначається аббревіатурою **PVIF** (*Present Value Interest Factor*) та в різних джерелах називається:

- ✓ *коефіцієнт дійсної вартості;*
- ✓ *процентний фактор дійсної вартості.*

Значення коефіцієнта дійсної вартості може визначитися шляхом розрахунку з виразу  $(1 + d)^{-n}$  або за спеціальними фінансовими таблицями.

**Дисконтна ставка** - це ставка відсотка, за якою майбутня вартість грошей доводиться до дійсної їх вартості, тобто за якою здійснюється процес дисконтування.

Дійсна вартість, що визначається за цією формулою, це сьогоднішній еквівалент деякої суми **FV** із майбутнього, віддаленого на **n** років. Таким чином, **дисконтування** - це фактично операція, зворотна процесу знаходження майбутньої вартості.

Дійсна вартість суми, що має бути отримана в майбутньому, зменшується, якщо збільшується строк платежу і якщо процентна (дисконтна) ставка підвищується.

Дисконтна ставка відбиває ризик або непевність майбутніх доходів. Це процента ставка, що застосовується до майбутніх платежів, щоб ураховувати ризик і непевність, які пов'язані з фактором часу. Дисконтну ставку часто називають **необхідною ставкою доходу**. Необхідну ставку доходу визначають як прибутковість не меншу, ніж прибутковість альтернативних вкладень із аналогічним рівнем ризику.

**Основними принципами** визначення дисконтної ставки (*експертний метод*) виступають:

- 1) із двох майбутніх платежів більш високу ставку має той, що надійде пізніше;
- 2) чим нижче певний рівень ризику, тим нижча ставка дисконту призначається. За західними нормами прийнято приблизно таку відповідність ризику й дисконтних ставок: високому ризику відповідає дисконтна ставка 19% і більше, середньому ризику - 10%, низькому рівню ризику відповідає дисконтна ставка 5%;

3) якщо загальні процентні ставки на ринку зростають, то зростають дисконтні ставки.

Таким чином, гроші, вкладені сьогодні, можуть у майбутньому принести дохід, але одночасно можуть втратити свою вартість. При цьому кожна фірма має постійно стежити за ціною капіталу, оскільки чим дешевше вона одержить капітал на фінансовому ринку, тим більшу суму можна вкласти в інвестиційні проекти, які принесуть майбутні доходи.

**Компонування** - це нарахування складних відсотків частіше, ніж один раз на рік. Якщо позначити кількість разів нарахування складних відсотків на рік через **m**, то майбутню вартість можна визначити за формулою (формула 2.4):

$$FV = PV \left(1 + \frac{k}{m}\right)^{mn} \quad (2.4)$$

де **k** - *процентна ставка доходу (ставка розміщення)*.

При частішому нарахуванні відсотків майбутня вартість **зростає**.

Для визначення дійсної вартості суми, вкладеної на певну кількість років при нарахуванні відсотків частіше, ніж один раз на рік і дисконтній ставці **d** варто користуватися такою формулою (формула 2.5):

$$PV = \frac{FV}{(1 + d/m)^{mn}} \quad (2.5)$$

При цьому якщо складний відсоток нараховується частіше, ніж один раз на рік, то дійсна вартість суми **падає**.

Існує концепція про **інформаційну ефективність фінансового ринку** (або просто ефективність), відповідно до якої ринок правильно оцінює інвестиційну вартість фінансових активів, а ціна відбиває всю наявну інформацію про прибутковість і ризикованість цінного паперу. Якщо ринок є ефективним у слабкій формі, то коливання цін на ринку мають характер випадкового процесу; ціни, які мають змінитися, не залежать від минулих і прогнозувати їх на підставі історичних даних неможливо. Інформаційна ефективність ринку є необхідною умовою економічної ефективності розподілу інвестиційних ресурсів.

Інвестиційні проекти вимагають капітальних витрат, вартість яких слід ураховувати максимально точно при визначенні доцільності інвестицій. Капітальні й супутні їм витрати можуть провадитися протягом одного або кількох років. Внаслідок реалізації проекту має бути забезпечене одержання додаткового **грошового потоку**. На стадії розробки - це очікуваний додатковий грошовий потік.

**Грошовий потік (cash flow)** - показник, що характеризує ефект інвестицій у вигляді грошових коштів, які повертають інвесторів. Грошовий потік надходить у вигляді додаткового чистого прибутку.

**Основні методи розрахунків** для визначення доцільності інвестицій:

- 1) *визначання періоду окупності;*
- 2) *розрахунок середньої ставки доходу (середньої норми прибутку; ROI-аналіз);*
- 3) *визначення чистої наведеної (дійсної) вартості та внутрішньої норми прибутку;*

4) визначення індексу рентабельності.

З перерахованих методів визначення доцільності інвестицій методика розрахунку чистої наведеної вартості й внутрішньої норми прибутку може дати найбільш точні результати й широко використовується аналітиками більшості країн.

В аналізі інвестиційного проекту з використанням методики чистої дійсної вартості потрібно враховувати такі **основні дані**:

- 1) початкові витрати (інвестиції);
- 2) чисті грошові потоки;
- 3) життєвий цикл інвестицій;
- 4) вартість капіталу;
- 5) часткова амортизація основних фондів.

**Чиста дійсна (наведена) вартість майбутніх грошових потоків** (*Net Present Value - NPV*) – 1) дійсна вартість майбутніх грошових потоків від проекту (доходів) мінус дійсна вартість початкових інвестицій у проект (витрат); 2) різниця між ринковою вартістю проекту й витратами на його реалізацію.

*Чиста дійсна вартість* розраховується за такою формулою (формула 2.6):

$$NPV = PV_k - PV_{in} = \sum_{t=1}^n \frac{FV_k}{(1+i)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{FV_{in}}{(1+i)^t} \quad (2.6)$$

де *NPV* - чиста дійсна вартість (ЧДВ) майбутніх грошових потоків;

*PV<sub>k</sub>* – дійсна вартість додаткових майбутніх грошових потоків (припливів);

*PV<sub>in</sub>* – дійсна вартість інвестицій у проект (витрат або відтоків);

*FV<sub>k</sub>* - майбутні грошові потоки;

*FV<sub>in</sub>* – початкові й подальші інвестиції;

t – порядковий номер періоду для дисконтування (місяць, рік);

n – тривалість реалізації проекту (місяців, років);

i – ставка дисконтування.

### **Визначення внутрішньої норми доходності**

При визначенні чистої дійсної вартості, виникають 3 (**три**) випадки:

1) **ЧДВ (NPV) < 0** (значення ЧДВ негативне - проект рекомендується відхилити);

2) **ЧДВ (NPV) > 0** (значення ЧДВ позитивне - проект приймається);

3) **ЧДВ (NPV) = 0**

Значення **дисконтної ставки**, за якої ЧДВ дорівнює нулю, називається **внутрішньою нормою дохідності (внутрішньою нормою прибутку)**. **Внутрішня норма дохідності (IRR) інвестиційного проекту (внутрішня норма прибутку)** - це ставка дисконту, за якої дійсна вартість грошових потоків дорівнює інвестиціям і дійсна вартість інвестиційного проекту дорівнює нулю.

### **Фінансові розрахунки при ануїтетних платежах**

При фінансових операціях часто буває, що платежі надходять або їх необхідно вносити із заданою періодичністю протягом певної кількості років (періодів). Платежі надходять у вигляді серії кількох однакових за розміром виплат

протягом кількох рівних проміжків часу; при цьому кожна виплата може бути знову інвестована (або внесена в банк) для того, щоб на неї нараховувалися відсотки. Таким чином, **ануїтет** - серія платежів, зроблена у фіксовані інтервали часу за певну кількість періодів.

**Ануїтетні** платежі можуть бути:

- щорічними;
- піврічними;
- щоквартальними;
- за інші проміжки часу.

Таку систему платежів ще називають **ренною**.

**Член ануїтету** - кожний окремий платіж за ануїтетом. **Строк ануїтету** - час від початку реалізації ануїтету до моменту виплати останнього платежу. **Платежі за ануїтетом** можуть бути:

1) **звичайні (відстрочені, постномерандо)** – надходять наприкінці кожного періоду;

2) **авансовані (пренумерандо)** – надходять на початку періоду.

**Майбутня вартість ануїтету** визначається як сума майбутніх вартостей усіх виплат за певну кількість періодів та розраховується за такою формулою (формула 2.7):

$$FV_a = D * FVIFA = D \frac{(1+k)^n - 1}{k}, \quad (2.7)$$

де  $FV_a$  – майбутня вартість ануїтету;

$FVIFA$  – фактор (коефіцієнт) майбутньої вартості ануїтету;

$D$  – постійні виплати доходу;

$k$  – процентна ставка (ставка розміщення);

$n$  – кількість років виплати ануїтету.

Величина регулярного платежу (**D**) за майбутньою сумою (**FV<sub>a</sub>**) визначається таким чином (формула 2.8):

$$D = \frac{FV_a}{FVIFA} = \frac{FV_a * k}{(1+k)^n - 1}, \quad (2.8)$$

**Абревіатура FVIFA** у різних джерелах носить назву:

- фактор майбутньої вартості ануїтету;
- коефіцієнт майбутньої вартості ануїтету;
- коефіцієнт нарощення ануїтету.

**Майбутня вартість ануїтету** показує, який розмір матиме капітал, що внесено у вигляді членів ануїтету (серії платежів) через рівні проміжки часу протягом строку ануїтету разом із нарахованими відсотками.

**Дійсна вартість ануїтету** визначається як сума дійсних вартостей виплат за ануїтетом за певну кількість періодів та розраховується за такою формулою (формула 2.9):

$$PV_a = D * PVIFA = D \frac{(1+d)^{-n}}{d} = \frac{D}{d(1+d)^n}, \quad (2.9)$$

де  $PV_a$  – дійсна вартість ануїтету;  
 $PVIFA$  – фактор (коефіцієнт) дійсної вартості ануїтету;  
 $D$  – постійні виплати доходу;  
 $d$  – необхідна ставка доходу (дисконтна ставка);  
 $n$  – кількість років виплати ануїтету.

**Абревіатура  $PVIFA$**  у різних джерелах носить назву:

- фактор дійсної вартості ануїтету;
- коефіцієнт дійсної вартості ануїтету;
- коефіцієнт приведення.

**Дійсна вартість ануїтету** показує, яку суму варто було б мати спочатку, щоб, розділивши її на рівні внески, можна було забезпечити одержання майбутньої вартості ануїтету, за умови, що на ці рівні внески (платежі) весь строк нараховувалися б установлені відсотки.

**Ставка прибутковості (прибутковість)** - процентна зміна добробуту інвестора протягом періоду від початку до кінця року. Прибутковість цінних паперів (насамперед, акцій) визначається за такою формулою (формула 2.10):

$$R = \frac{div + (P_1 - P_0)}{P_0} * 100\%, \quad (2.10)$$

де  $R$  - *прибутковість або ставка прибутковості по цінних паперах*;

$P_0$  - *ціна цінного паперу на початку періоду*;

$P_1$  - *ціна цінного паперу наприкінці періоду*;

$div$  - *отримані в даний період дивіденди (виплати за цінним папером)*.

За умови володіння цінними паперами протягом періоду, який менший за рік, прибутковість розраховується за модифікованою формулою (формула 2.11):

$$R = \frac{div + (P_1 - P_0)}{P_0} * \frac{365}{t} * 100\%, \quad (2.11)$$

де  $t$  - строк, за яким визначається прибутковість, у днях.

### **Цікаво:**

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) у червні 2023 року зареєструвала випуск нового для України виду цінних паперів – кредитних нот.

*Кредитна нота* – це емісійний деривативний цінний папір, пов'язаний із настанням події, зазначеної у рішенні про емісію, щодо платоспроможності третьої особи.

Кредитна нота зобов'язує емітента виплачувати відсоткові доходи власнику такого цінного папера.

Погашення відбувається шляхом сплати емітентом власнику номінальної вартості кредитної ноти за умови, що не сталася подія, пов'язана із платоспроможністю третьої особи, зазначеної у рішенні про емісію кредитних нот.



У разі настання такої події (у цьому випадку — банкрутство), власник кредитної ноти втрачає право на отримання відсоткових доходів, а емітент зобов'язаний викупити кредитну ноту за ціною, що визначається рішенням про емісію.

Як відомо, "Українська біржа" та фондова біржа ПФТС відновили торги цінними паперами в серпні 2022 року. Торги було припинено в перший день війни.

Наразі реєстрація випуску кредитних нот відбулася як пілотний проєкт.

Оскільки є запит із боку емітента, а також інтерес потенційних учасників до цього інструменту, Комісія затвердила пілотний проєкт щодо порядку емісії та реєстрації випуску кредитних нот компанії "Маркет Консалт Плюс". Сподіваємося, що перший досвід буде успішним і результати сприятимуть популяризації кредитних нот для залучення необхідних ресурсів", – прокоментував голова НКЦПФР Руслан Магомедов.

Зазначається, що Комісія зареєструвала випуск 334 000 іменних відсоткових звичайних (незабезпечених) кредитних нот на загальну суму 334 млн грн, номінальною вартістю однієї кредитної ноти 1000 грн. Процентна ставка – 5% річних, термін обігу – 5 років. Подія, пов'язана з третьою особою, — банкрутство такої третьої особи. Емітент – компанія "Маркет Консалт Плюс".

#### ***Рекомендована література:***

Базова: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

Допоміжна: [2, 3, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8]

## **ТЕМА 3. ОПЕРАЦІЇ З ПАЙОВИМИ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ**

### **План**

1. Загальна характеристика пайових цінних паперів.
2. Особливості реалізації ключових операцій з пайовими цінними паперами.
3. Оцінка параметрів операцій з пайовими цінними паперами.

***Ключові слова:*** акції, інвестиційні сертифікати, сертифікати фонду операцій з нерухомістю, акції корпоративного інвестиційного фонду, емісія, обіг, викуп, відкритий ІСІ, закритий ІСІ, інтервальний ІСІ.

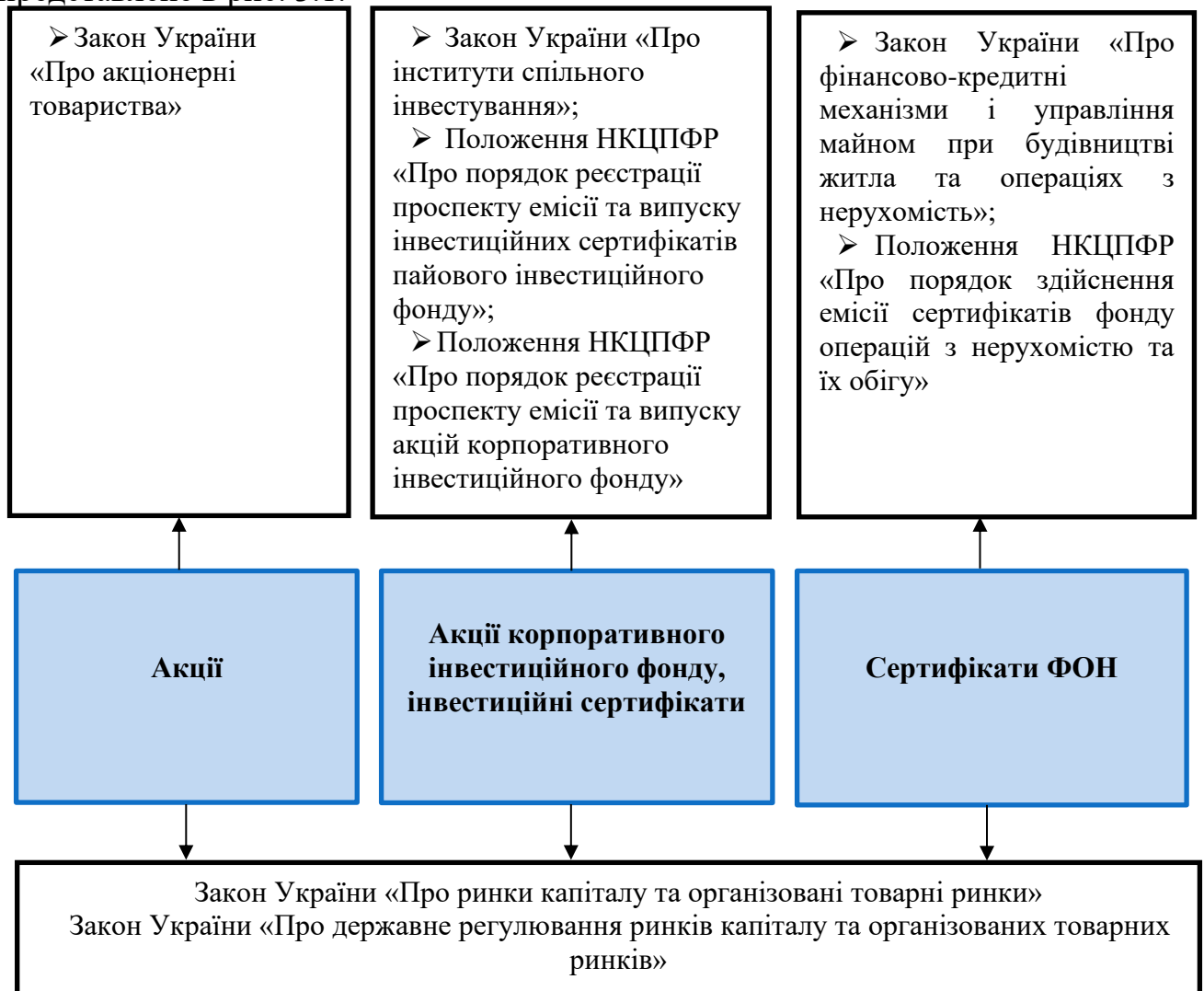
### **1. Загальна характеристика пайових цінних паперів**

***Пайові цінні папери*** - цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів та сертифікатів ФОН), надають власнику право на участь в управлінні емітентом (крім інвестиційних сертифікатів та сертифікатів ФОН) і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента (крім сертифікатів ФОН).

До пайових цінних паперів відносяться: *акції; інвестиційні сертифікати; сертифікати ФОН; акції корпоративного інвестиційного фонду.*

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

Нормативно-правове забезпечення функціонування пайових цінних паперів представлено в рис. 3.1.



**Рис. 3.1. Основне нормативно-правове забезпечення функціонування пайових цінних паперів в Україні**

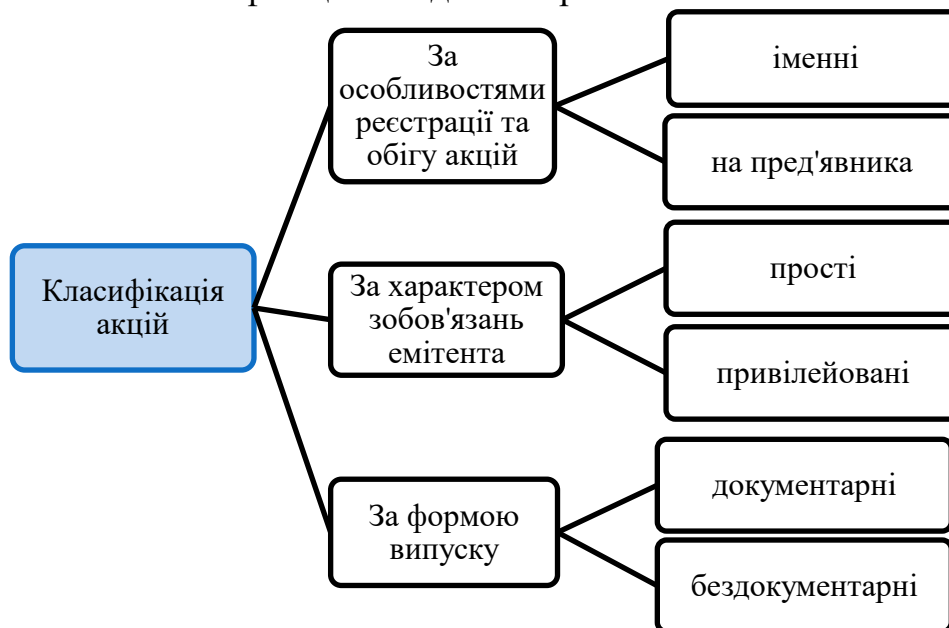
В частині нормативно-правового забезпечення обігу пайових цінних паперів спільним для всіх видів пайових цінних паперів є те, що вони регулюються двома основними законами: Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» та Закон України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків».

Акції мають свої *особливості функціонування*, визначені на законодавчому рівні, а саме:

- акція є неподільною.
- емітентом акцій є акціонерне товариство.

- акції існують виключно в бездокументарній формі.
- акція має номінальну вартість, установлену в національній валюті. мінімальна номінальна вартість акції не може бути меншою, ніж одна копійка.
- акціонерне товариство розміщує тільки іменні акції;
- акція має номінальну вартість, установлену в національній валюті. Мінімальна номінальна вартість акції не може бути меншою, ніж одна копійка;
- реєстрацію випуску акцій здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку в установленому нею порядку;
- обіг акцій дозволяється після реєстрації Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати розміщення акцій та видачі свідоцтва про реєстрацію випуску акцій.

Сучасні акції мають розгалужену класифікацію за різними класифікаційними ознаками. Основні класифікації наведено на рис. 3.2.



**Рис. 3.2. Класифікація акцій**

За особливостями реєстрації та обігу акцій в науковій та навчальній літературі виділяють іменні акції та на пред'явника. Проте у вітчизняній практиці наразі акції розміщуються тільки іменні. Також, як визначає законодавство, вони обертаються в бездокументарній формі. У разі існування акцій у документарній формі власникові акцій видається сертифікат акції (акцій).

У сертифікаті акції (акцій) зазначаються вид цінного паперу, найменування акціонерного товариства, серія і номер сертифіката, міжнародний ідентифікаційний номер цінного паперу, тип і клас акцій, номінальна вартість акції, кількість акцій, що належить власникові за таким сертифікатом, ім'я (найменування) власника, підпис керівника емітента або іншої уповноваженої особи.

Акціонерне товариство розміщує акції двох типів - *прості* та *привілейовані*.

**Прості акції** – надають їх власникам право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації та інші права, передбачені законом, що регулює питання створення,

діяльності та припинення акціонерних товариств. Прості акції надають їх власникам однакові права.

**Привілейовані акції** – надають їх власникам переважні, стосовно власників простих акцій, права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, а також надають права на участь в управлінні акціонерним товариством у випадках, передбачених статутом і законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Порівняльна характеристика простих та привілейованих акцій наведена в табл. 3.1.

Таблиця 3.1

**Порівняльна характеристика простих та привілейованих акцій**

<b>Критерії</b>	<b>Прості акції</b>	<b>Привілейовані акції</b>
<i>Емітент</i>	<i>Акціонерне товариство</i>	<i>Акціонерне товариство</i>
Права на участь в управлінні акціонерним товариством (права голосу)	Дають право на участь в управлінні акціонерним товариством (право голосу)	Не дають права на участь в управлінні акціонерним товариством (право голосу), якщо інше не передбачене в статуті АТ
Право отримання доходу (дивідендів)	Право на отримання нефіксованого дивіденду. Надання гарантій щодо отримання доходу (дивідендів) за ними забороняється	Право на отримання фіксованого дивіденду
Черговість отримання дивідендів	Після здійснення виплат по привілейованим акціям	Перед виплатою дивідендів за простими акціями
Право на отримання майна у разі його ліквідації	Мають право на отримання частки майна після задоволення вимог всіх кредиторів та власників привілейованих акцій	Мають право на отримання частки майна після задоволення вимог всіх кредиторів
Переважне право придбання акцій нових емісій	Забезпечується	На розсуд емітента
Конвертація в інші цінні папери	Не підлягають конвертації у привілейовані акції або інші цінні папери АТ	Привілейовані акції певних класів можуть бути конвертовані у прості акції або у привілейовані акції інших класів

Статутом товариства може передбачатися розміщення одного чи кількох класів привілейованих акцій, що надають їх власникам різні обсяги прав. У такому разі у статуті компанії повинна бути вказана інформація щодо номінальної вартості, кількості акцій кожного класу, наслідки невиконання зобов'язань з викупу акцій, розмір дивідендів, умови та порядок конвертації привілейованих акцій у прості чи у привілейовані акції іншого класу, а також права власників для кожного класу. Права, що надаються певним випуском привілейованих акцій, є визначальними факторами для вартості, ризикованості та інвестиційної привабливості цих цінних паперів.

Чинне національне законодавство у даній сфері вказує на те, що емітент має право розміщувати *привілейовані акції різних класів*, проте не конкретизує, які саме класи та з яким обсягом прав та обов'язків можуть бути. З огляду на це, важливим є опис зарубіжного досвіду щодо класифікації привілейованих акцій.

Загалом, привілейовані акції включають наступні типи:

**Кумулятивні або некумулятивні привілейовані акції** залежно від того, чи накопичуються дивіденди, що підлягають сплаті, чи ні.

**Конвертовані або обмінні привілейовані акції** залежно від того, чи можуть вони бути конвертовані у визначену кількість звичайних акцій чи облігацій

**Структуровані привілейовані акції**, які базуються на портфелі звичайних акцій або інших фінансових інструментів

**Привілейовані акції, що мають або не мають права на долю участі** в залежності від того, чи вони мають право на отримання додаткових дивідендів (тобто мають право на участь у розподілі залишку прибутку) та чи вони беруть участь у розподілі залишкової вартості корпорації при ліквідації (привілейованих акції з долею участі, розглядаються як цінні папери, незалежно від того, чи дохід за дивідендами фіксований або визначається за формулою, в той час як привілейовані акції без долі участі, відносяться до боргових цінних паперів – облігацій)

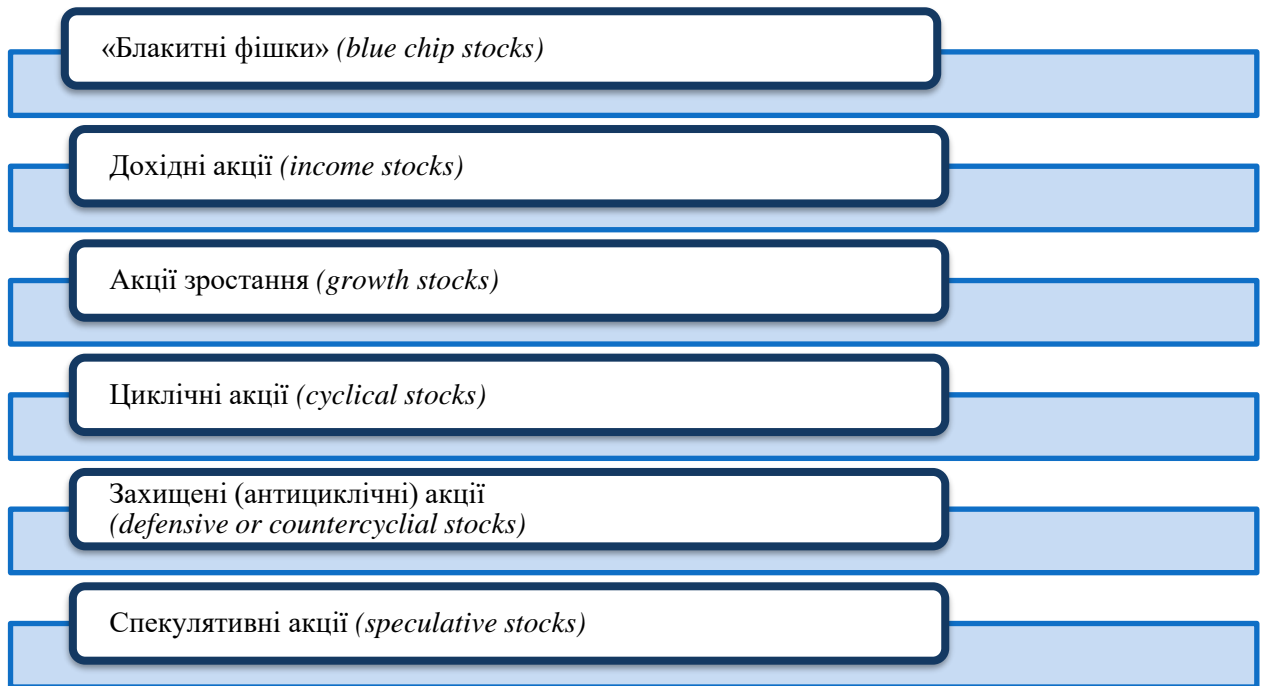
**Викупні або відкличні привілейовані акції**, які викуповуються або відкликаються за фіксованою ціною на певну дату або протягом певного періоду часу на вимогу корпорації або власника

**Безстрокові привілейовані акції, привілейовані акції з опцією повторного встановлення ставки та привілейовані акції з плаваючою процентною ставкою**, всі з яких мають різні моделі виплат дивідендів.

За видами в зарубіжних країнах сформувалася стала схема розподілу акцій за категоріями (рис. 3.3).

Термін «**блакитні фішки**», який зараз досить широко використовується на фондовому ринку, прийшов з гри в покер. В цій грі фішки блакитного кольору мають найбільшу вартість. До «блакитних фішок» належать акції великих та надійних компаній, які відрізняються найвищим ступенем ліквідності, надійними економічними показниками і зарекомендували себе стабільними виплатами дивідендів. Таким чином, даний тип акцій вважається малоризиковим та стабільними для інвестування.

**Акції зростання** – це акції за якими дивідендні платежі зазвичай не надто високі на фоні зростання прибутковості компанії, що випускає дані акції, вище середнього по ринку. Це пов'язано з тим, що компанії вважають за краще реінвестувати свої доходи в операційну діяльність, замість виплати дивідендів. Це зазвичай допомагає компанії зростати більш швидкими темпами. Оскільки компанія росте швидшими темпами, вартість акцій також зростає. Це допомагає інвестору отримати більш високий прибуток при продажі акцій, хоча це й відбувається за рахунок більш низьких дивідендних доходів. З цієї причини інвестори вибирають такі акції для своєї довгострокової стратегії зростання, а не для додаткового поточного джерела доходу. Крім того, компанії, що випускають такі акції, зазвичай продають унікальні продукти, швидше за все до цієї категорії належать високотехнологічні компанії, наприклад, компанії-розробники програмного забезпечення.



**Рис. 3.3. Розподіл акцій за категоріями (зарубіжний досвід)**

Термін «**блакитні фішки**», який зараз досить широко використовується на фондовому ринку, прийшов з гри в покер. В цій грі фішки блакитного кольору мають найбільшу вартість. До «блакитних фішок» належать акції великих та надійних компаній, які відрізняються найвищим ступенем ліквідності, надійними економічними показниками і зарекомендували себе стабільними виплатами дивідендів. Таким чином, даний тип акцій вважається малоризиковим та стабільними для інвестування.

**Акції зростання** – це акції за якими дивідендні платежі зазвичай не надто високі на фоні зростання прибутковості компанії, що випускає дані акції, вище середнього по ринку. Це пов'язано з тим, що компанії вважають за краще реінвестувати свої доходи в операційну діяльність, замість виплати дивідендів. Це зазвичай допомагає компанії зростати більш швидкими темпами. Оскільки компанія росте швидшими темпами, вартість акцій також зростає. Це допомагає інвестору отримати більш високий прибуток при продажі акцій, хоча це й відбувається за рахунок більш низьких дивідендних доходів. З цієї причини інвестори вибирають такі акції для своєї довгострокової стратегії зростання, а не для додаткового поточного джерела доходу. Крім того, компанії, що випускають такі акції, зазвичай продають унікальні продукти, швидше за все до цієї категорії належать високотехнологічні компанії, наприклад, компанії-розробники програмного забезпечення.

**Дохідні акції** – це акції стабільних компаній з невеликими перспективами щодо зростання, які сплачують великі дивідендні виплати. До компаній, що випускають такі акції належать зазвичай комунальні підприємства, наприклад, підприємства електроенергетики. Тобто ті компанії, в послугах яких завжди є потреба, незалежно від коливань ринкової кон'юнктури. Такі акції здатні забезпечити їх власнику стабільний та постійний грошовий потік у вигляді дивідендів, що робить їх низько ризиковими.

**Циклічні акції** – це акції, рух цін на які підпорядковується руху ділових циклів в економіці. Ціни таких акцій, як правило, коливаються, коли змінюються економічні умови. Для інвестора, який бажає придбати такі акції, важливо вміти підлаштуватися та вчасно реагувати на циклічні коливання, щоб встигати заходити на ринок та виходити з нього, з найбільшою вигодою в періоди підйомів та найменшими втратами в періоди спадів. Циклічні компанії можна знайти в наступних галузях промисловості: металургійна, паперова, автомобілебудування тощо.

**Захищені (антициклічні) акції.** На відміну від циклічних акцій, нециклічні акції добре справляються з економічними спадами, оскільки попит на товари та послуги компаній, що емітують дані цінні папери, залишається відносно стабільним незалежно від стану економіки. Часто акції цього виду одночасно класифікуються як дохідні. Класичним прикладом нециклічних запасів є побутові товари недовгого використання, такі як зубна паста, туалетний папір, чистячі матеріали тощо.

**Спекулятивні акції** – акції характеризуються дуже великим рівнем ризику втратити вкладене, проте з можливістю великої віддачі від придбання, що є компенсацією за даний ризик. Ці акції зазвичай торгуються на позабіржових ринках, вартість купівлі їх значно нижча за середньоринкову.

Цінні папери інституту спільного інвестування можуть бути лише іменними.

**Акція корпоративного інвестиційного фонду** цінний папір, емітентом якого є корпоративний інвестиційний фонд та який посвідчує майнові права його власника (учасника корпоративного інвестиційного фонду), включаючи право на отримання дивідендів (для закритого корпоративного інвестиційного фонду), частини майна корпоративного інвестиційного фонду у разі його ліквідації, право на управління корпоративним інвестиційним фондом, а також немайнові права, передбачені законодавством про інституту спільного інвестування.

*Акції корпоративного фонду є виключно простими та існують у бездокументарній формі.*

**Інвестиційний сертифікат** - цінний папір, емітентом якого є компанія з управління активами пайового інвестиційного фонду та який засвідчує право власності учасника пайового фонду на частку в пайовому фонді та право на отримання дивідендів (для закритого пайового фонду).

*Інвестиційні сертифікати існують виключно в бездокументарній формі*

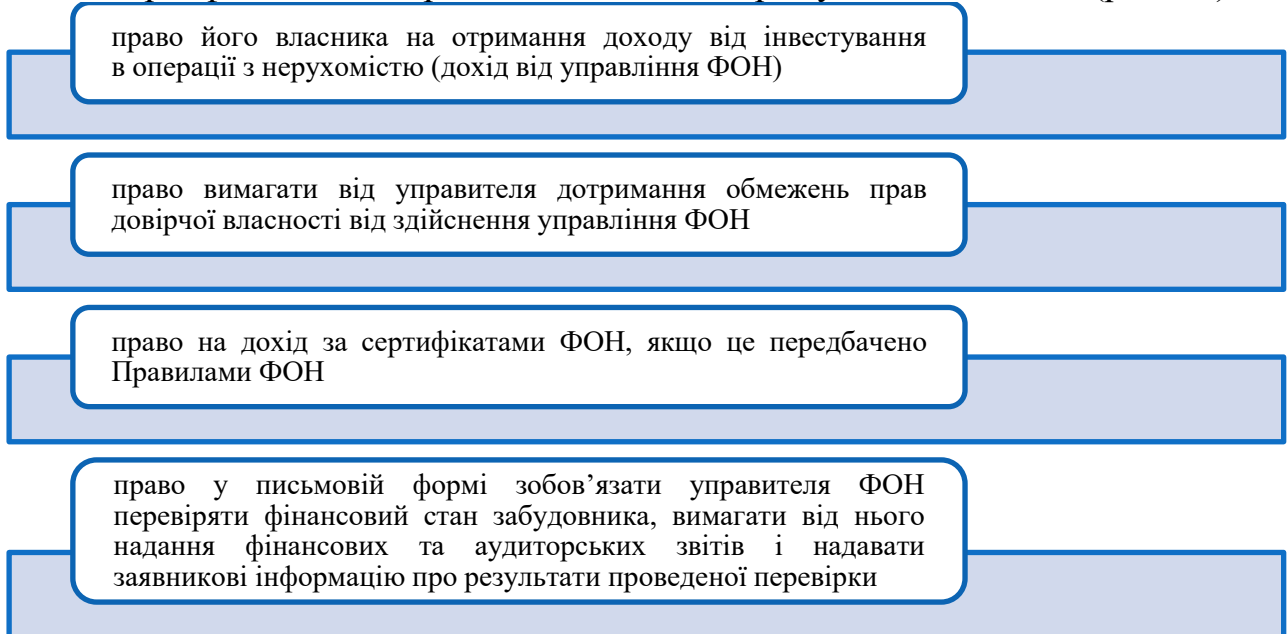
На відміну від простих акцій, інвестиційні сертифікати після їх розміщення на ринку цінних паперів викуповуються фондом у встановлений термін. Таким чином, держатель інвестиційного сертифікату не є власником інвестиційного фонду, на відміну від акціонерів – держателів акцій. Метою придбання інвестиційних сертифікатів є отримання прибутку у вигляді дивідендів, частини майна у разі ліквідації інституту спільного інвестування або від продажу інвестиційного сертифіката на вторинному ринку цінних паперів.

З прийняттям Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» у 2004 році набув юридичного права на існування такий різновид пайових цінних паперів як сертифікат фондів операцій з нерухомістю (далі сертифікат ФОН).

Відповідно до ст. 1 даного Закону України **сертифікат ФОН** – це цінний папір, що засвідчує право його власника на отримання доходу від інвестування в операції з нерухомістю.

Фактичний розвиток даного інструменту в Україні має свій початок з 2007 року, коли було здійснено перші публічні випуски. До цього моменту через відсутність належної та повної нормативної бази документів, регулюючих їх випуск та обіг, сертифікати ФОН не набували широкого розповсюдження.

Сертифікат ФОН передбачає наявність прав у його власників (рис.3.4).



**Рис. 3.4. Права власників сертифікатів ФОН**

Основним правом довірителя ФОН є його право на отримання доходу від інвестування в операції з нерухомістю. Здійснення зазначеного права залежить від виконання управителем ФОН своїх обов'язків щодо ефективного управління майном.

## **2. Особливості реалізації операцій з пайовими цінними паперами**

До ключових операцій з пайовими цінними паперами ІСІ належать операції щодо **емісії, розміщення, обігу та викупу цінних паперів**.

Порядок **емісії, розміщення, обігу та викупу інвестиційних сертифікатів** визначається Законами України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків», «Про господарські товариства», «Про інститути спільного інвестування», «Про депозитарну систему України», Положеннями НКЦПФР «Про порядок реєстрації проспекту емісії та випуску інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду» та «Про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів інституту спільного інвестування».

**Емісія та розміщення цінних паперів ІСІ.** Протягом одного року з дня внесення відомостей про корпоративний або пайовий фонд до Єдиного державного реєстру інститутів спільного інвестування (далі – Реєстр), підтвердженням чого є відповідне свідоцтво, даний фонд повинен зареєструвати проспект емісії цінних паперів та їх випуск. Зазначимо, що до внесення ІСІ в Реєстр ІСІ повинен пройти



державну реєстрацію як юридичної особи та реєстрацію регламенту ІСІ в НКЦПФР.

*Проспект емісії цінних паперів ІСІ* – документ, що містить інформацію про розміщення цінних паперів ІСІ, і підлягає обов'язковій реєстрації у НКЦПФР. У разі приватного розміщення цінних паперів ІСІ він не оприлюднюється. Цей документ подається КУА до НКЦПФР під час реєстрації емісії інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду або емісії акцій корпоративного інвестиційного фонду. Реєстрація проспекту емісії (змін до нього) та випуску інвестиційних сертифікатів ПФ та акцій КІФ здійснюється уповноваженою особою НКЦПФР і не може розглядатися як гарантія вартості цих цінних паперів. НКЦПФР не пізніше як через 30 робочих днів після подання заяви та документів, необхідних для реєстрації проспекту емісії цінних паперів ІСІ або змін до нього, повинна зареєструвати його (їх) або надати вмотивовану відмову в його (їх) реєстрації.

*Реєстрація випуску акцій корпоративного фонду*, що здійснюється з метою спільного інвестування, та *проспекту їх емісії* здійснюється за такими етапами:

- прийняття загальними зборами КІФ рішення про: емісію акцій, що здійснюється з метою спільного інвестування, та затвердження проспекту емісії таких акцій; внесення змін до статуту КІФ у зв'язку із збільшенням статутного капіталу;
- реєстрація змін до статуту корпоративного фонду в органах державної реєстрації;
- подання до НКЦПФР заяви та всіх документів, необхідних для реєстрації випуску акцій КІФ, що здійснюється з метою спільного інвестування, та проспекту їх емісії;
- отримання зареєстрованого проспекту емісії акцій та свідоцтва про реєстрацію випуску акцій корпоративного фонду з метою здійснення спільного інвестування (з урахуванням попереднього випуску акцій);
- депонування глобального сертифіката в депозитарії.

КУА має право здійснювати ***розміщення цінних паперів ІСІ*** тільки за умови реєстрації проспекту емісії цінних паперів ІСІ та присвоєння їм міжнародного ідентифікаційного номера цінних паперів. Цінні папери інституту спільного інвестування розміщуються шляхом *публічного або приватного розміщення*. У разі розміщення цінних паперів ІСІ андеррайтером йому виплачується винагорода відповідно до договору та нормативно-правових актів НКЦПФР.

Строк публічного розміщення цінних паперів *безстрокового* інституту спільного інвестування не обмежується. Строк розміщення цінних паперів *строкового інституту спільного інвестування* визначається проспектом емісії цінних паперів інституту спільного інвестування. При цьому дата закінчення розміщення не може бути пізнішою, ніж за три місяці до дня закінчення строку діяльності такого інституту спільного інвестування. Розміщення цінних паперів строкового інституту спільного інвестування здійснюється протягом строку, визначеного в проспекті емісії цінних паперів інституту спільного інвестування.

*Оплата цінних паперів ІСІ* здійснюється виключно коштами, крім оплати цінних паперів біржового ІСІ. Оплата цінних паперів біржового інституту

спільного інвестування може здійснюватися у відповідній пропорції активами, визначеними інвестиційною декларацією зазначеного інституту.

Особа, яка придбаває цінні папери інституту спільного інвестування у емітента, зобов'язана оплатити такі папери у строк, передбачений проспектом емісії цінних паперів інституту спільного інвестування, але не пізніше трьох робочих днів з дня укладення договору про придбання цінних паперів інституту спільного інвестування.

Оплата цінних паперів інституту спільного інвестування у розстрочку не допускається. Строк між сплатою інвестором коштів відповідно до заявки на придбання, зарахування прав на цінні папери інституту спільного інвестування та днем виконання емітентом всіх дій, необхідних і достатніх для списання (переказу), зарахування прав на цінні папери інституту спільного інвестування на користь інвестора, не повинен перевищувати семи робочих днів.

Акції корпоративного фонду розміщуються за розрахунковою вартістю після реєстрації їх випуску з метою здійснення спільного інвестування.

Придбання цінних паперів ІСІ здійснюється за ціною, що визначається виходячи з розрахункової вартості цінного папера ІСІ на день надходження коштів на рахунок такого інституту. У заявці на придбання зазначається сума коштів, на яку придбаваються цінні папери ІСІ. Кількість цінних паперів ІСІ, які придбаваються інвестором, визначається шляхом ділення сплаченої інвестором суми на ціну одного цінного папера ІСІ, визначену на день надходження коштів на рахунок такого інституту.

В окремих видах ІСІ є ряд *обмежень* на купівлю цінних паперів фізичними особами у емітента, тобто їх участь в ІСІ.

Фізична особа може бути учасником *венчурного фонду* за умови придбання цінних паперів такого фонду в кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів складає суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, встановленому законом на 01 січня 2014 року. Цінні папери венчурного фонду розміщуються виключно шляхом приватного розміщення.

Фізична особа може бути учасником *кваліфікаційного інституту спільного інвестування* за умови придбання цінних паперів такого інституту в кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів складає суму не менше ніж 100 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, встановленому законом на 01 січня 2014 року.

**Обіг цінних паперів інституту спільного інвестування.** Цінні папери інституту спільного інвестування *закритого типу* підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів. Цінні папери інституту спільного інвестування *інтервального типу*: в період між інтервалами підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів; протягом інтервалу підлягають вільному обігу виключно на фондових біржах. Цінні папери інституту спільного інвестування *відкритого типу* підлягають вільному обігу виключно на фондових біржах. *Обіг інвестиційних сертифікатів пайового фонду* до робочого дня, що настає після дня отримання компанією з управління активами повідомлення Комісії про відповідність пайового фонду вимогам щодо мінімального обсягу активів інституту спільного інвестування, забороняється. Акції корпоративного фонду не підлягають обов'язковій процедурі лістингу.

**Викуп цінних паперів інституту спільного інвестування** - сплата емітентом інвестору вартості частини чистих активів пропорційно кількості цінних паперів інституту спільного інвестування, що належать інвестору, з припиненням права власності інвестора на такі цінні папери. Порядок викупу цінних паперів ІСІ установлюється регламентом ІСІ та проспектом емісії цінних паперів.

*Викуп акцій корпоративного фонду відкритого типу* здійснюється кожного робочого дня починаючи з дня реєстрації Комісією регламенту такого фонду та внесення його до Реєстру.

*Викуп акцій корпоративного фонду інтервального типу* здійснюється у строки, встановлені проспектом емісії цінних паперів такого інституту спільного інвестування, починаючи з дня реєстрації Комісією регламенту зазначеного фонду та внесення його до Реєстру.

*Викуп інвестиційних сертифікатів пайового фонду відкритого типу* здійснюється кожного робочого дня починаючи з дня, що настає за днем отримання повідомлення Комісії про відповідність пайового фонду вимогам щодо мінімального обсягу активів інституту спільного інвестування.

*Викуп інвестиційних сертифікатів пайового фонду інтервального типу* здійснюється з дня, що настає за днем отримання повідомлення Комісії про відповідність пайового фонду вимогам щодо мінімального обсягу активів інституту спільного інвестування, у строки, встановлені проспектом емісії цінних паперів такого інституту спільного інвестування.

Як відомо, особливістю діяльності інституту спільного інвестування закритого типу є те, що він не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих таким інститутом (компанією з управління його активами), до моменту припинення його діяльності. Проте, на письмову вимогу учасника інституту вищезазначеного типу КУА такого інституту може здійснити викуп цінних паперів ІСІ до моменту припинення діяльності такого інституту (*достроковий викуп*) за умови дотримання низки законодавчих вимог. Зокрема, КУА ІСІ закритого типу може прийняти рішення щодо дострокового викупу цінних паперів ІСІ у разі дотримання таких умов:

1) можливість дострокового викупу за ініціативою учасника ІСІ передбачена регламентом;

2) у результаті такого викупу вартість активів зазначеного ІСІ не стане меншою за мінімальний обсяг активів ІСІ.

У разі недотримання зазначених умов КУА не може здійснювати достроковий викуп цінних паперів ІСІ.

**Зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ.** Викуп цінних паперів ІСІ зупиняється КУА одночасно із зупиненням їх розміщення. Розміщення цінних паперів ІСІ закритого типу зупиняється в строки, що визначаються проспектом емісії цінних паперів ІСІ. З моменту прийняття рішення про ліквідацію корпоративного фонду йому забороняється розміщувати свої акції. Розміщення та викуп цінних паперів ІСІ відкритого або інтервального типу зупиняються за рішенням КУА, якщо відповідно до регламенту та нормативно-правових актів НКЦПФР цього вимагають інтереси учасників ІСІ.

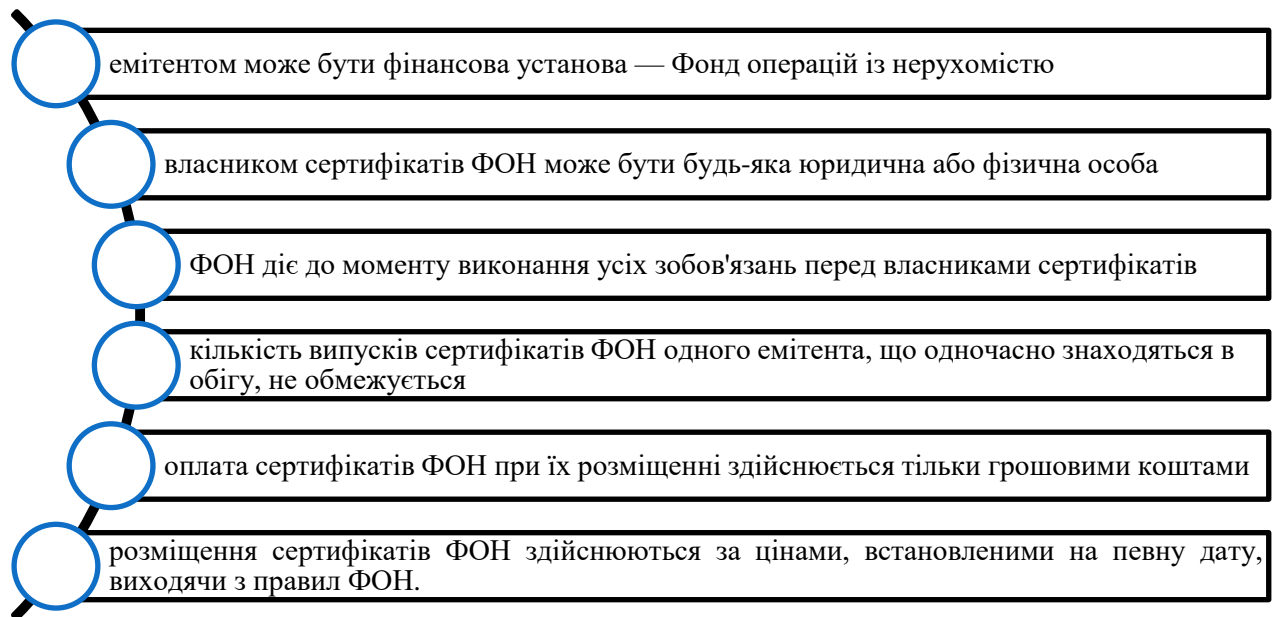
Якщо розміщення та викуп цінних паперів ІСІ відкритого або інтервального типу зупинені, КУА зобов'язана у термін не пізніше робочого дня, наступного за

днем зупинення, повідомити про це депозитарію, з яким укладено договір про обслуговування емісії цінних паперів ІСІ, та НКЦПФР із зазначенням причин такого зупинення.

НКЦПФР розглядає обставини та підстави для зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ відкритого або інтервального типу протягом семи робочих днів з дня отримання повідомлення про зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ. За результатами розгляду НКЦПФР може прийняти рішення про необґрунтованість такого зупинення і зобов'язати КУА поновити розміщення та викуп цінних паперів ІСІ.

У разі загрози заподіяння істотної шкоди інтересам ІСІ або держави НКЦПФР має право прийняти рішення про зупинення розміщення та викупу цінних паперів ІСІ.

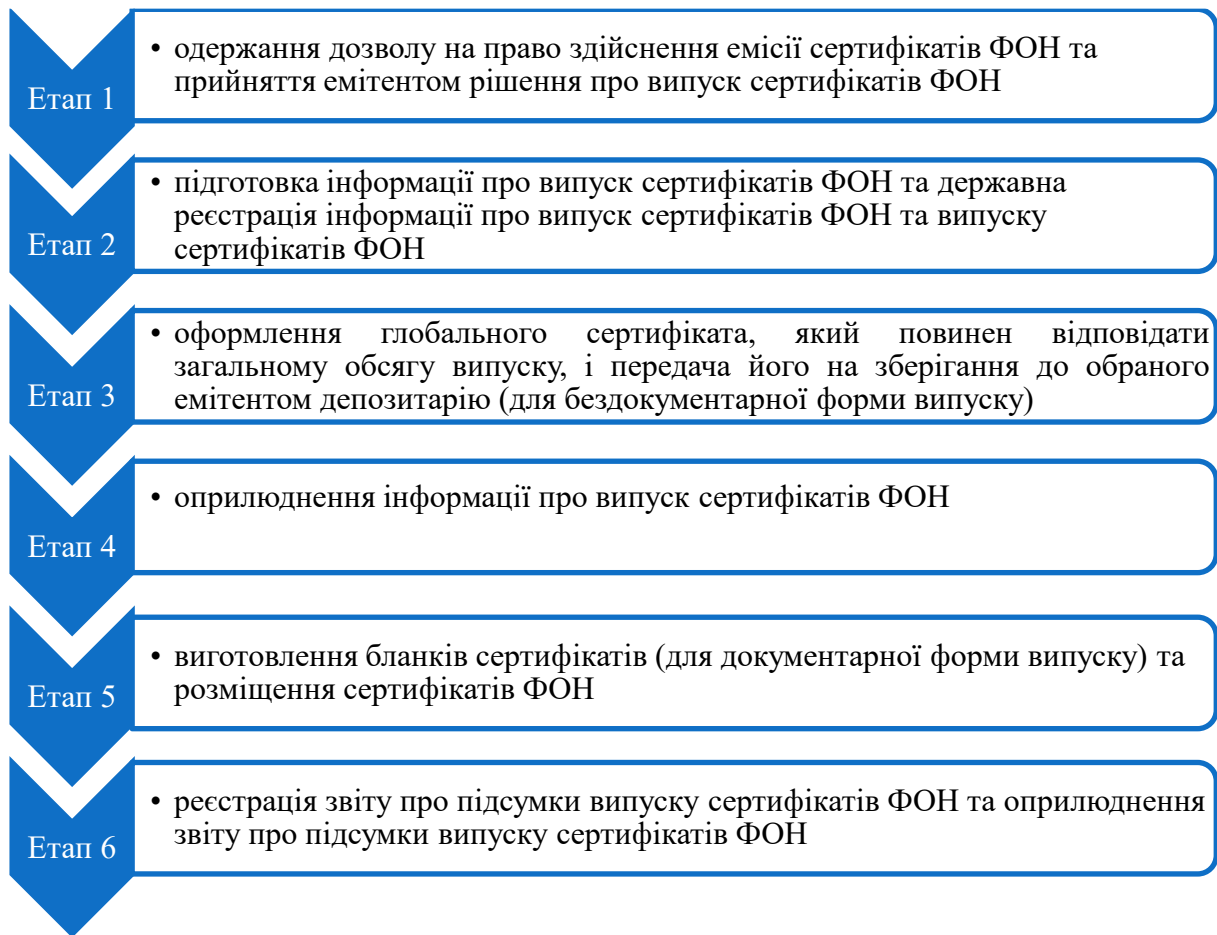
**Особливості емісії та обігу сертифікатів ФОН** представлено на рис. 3.5.



**Рис. 3.5. Особливості емісії та обігу сертифікатів ФОН**

Емітентом сертифікатів ФОН може бути банк або інша фінансова установа, якщо вона відповідає вимогам, встановленим спеціально уповноваженим органом виконавчої влади у сфері регулювання ринків фінансових послуг, а також має дозвіл на здійснення емісії сертифікатів ФОН.

Процедура емісії сертифікатів ФОН включає низку етапів (рис. 3.6).



**Рис. 3.6. Етапи емісії сертифікатів ФОН**

### **3. Оцінка параметрів операцій з пайовими цінними паперами**

Ключовими параметрами операцій з пайовими цінними паперами є *вартість* та *дохідність*. Вартість та дохідність різних видів пайових цінних паперів базується здебільшого на однакових принципах. Найбільшою за обсягом групою пайових цінних паперів, яка потребує оцінки вартості та дохідності є акції.

Найпоширенішим методом оцінки вартості акцій є оцінка на основі дисконтування дивідендів. Цей метод включає в себе ряд моделей, які відображають диференційований характер вартості акцій.

**Методи оцінки вартості на основі дисконтування дивідендів** (або методи дисконтування грошового потоку дивідендів). Методи оцінки вартості простих акцій на основі дисконтування майбутніх дивідендів можуть застосовуватись у випадку, якщо за певних прийнятних припущень можна оцінити майбутню картину виплати дивідендів. Залежно від цього майбутнього розрахунки дещо відрізнятимуться. Звичайно, оскільки йдеться про майбутнє, важливо сказати, що буде з дивідендами, оскільки факт їх виплати та їх величина залежить від дуже багатьох чинників. Для того, щоб зменшити цю невизначеність для своїх акціонерів, підприємства в розвинутих країнах формують дивідендну політику, яка оприлюднюється на ринку і визначає «необхідні пропорції між поточним споживанням прибутку власниками і майбутнім його зростанням, який максимізує ринкову вартість підприємства й забезпечує стратегічний його розвиток». В Україні більшість підприємств такої політики не мають, що значно ускладнює

оцінку майбутньої картини виплати дивідендів. У будь-якому випадку моделі дисконтування дивідендів можуть застосовуватись для оцінки вартості власного капіталу тільки тих підприємств, що виплачують дивіденди.

**1. Модель оцінки поточної ринкової вартості акцій за умови їх використання протягом невизначеного тривалого періоду часу,** передбачає проведення розрахунків за формулою:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t} \quad (3.1)$$

де  $P_0$  – поточна ринкова вартість акцій;

$DIV_t$  – очікувана сума дивідендів за акціями, які буде виплачено в кінці року  $t$ ;

$r$  – ставка дисконтування (очікувана норма дохідності, доступна на ринку для інших інвестицій, порівняних за ризиком та іншими інвестиційними характеристиками).

Даний вираз є класичною моделлю оцінювання вартості акцій, яка передбачає що акція безстрокова, дивіденди за нею будуть виплачуватися нескінченно довго, а коливання ринкової дохідності будуть незначними.

Ця модель була вперше розроблена Джоном Б. Вільямсом (John B. Williams) в його книзі «The Theory of Investment Value» (1938). Модель Вільямса визначає поточну вартість звичайної акції як дисконтовану вартість всіх очікуваних грошових дивідендів за цією акцією, які сплачуються компанією-емітентом до невідомого зарання строку.

**2. Модель оцінки поточної ринкової вартості акцій за умови їх використання протягом заздалегідь передбаченого терміну,** дозволяє провести розрахунки за формулою:

$$P_0 = \sum_{t=1}^H \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_H}{(1+r)^H} \quad (3.2)$$

де  $DIV_t$  – сума дивідендів, яку інвестор очікує одержати в році  $t$ ;

$P_H$  – прогнозована ринкова ціна реалізації акції наприкінці періоду її використання;

$r$  – ставка дисконтування (очікувана норма дохідності, доступна на ринку для інших інвестицій, порівняних за ризиком та іншими інвестиційними характеристиками);

$t$  – число років використання акцій;

$H$  – останній період.

Таким чином, вартість акції визначається очікуванням майбутніх дивідендів і майбутньої курсової вартості. В цілому, дана модель передбачає, що інвестор планує через певний час продати акцію.

Оснoву вищенаведених двох моделей оцінки поточної ринкової вартості акцій становить дисконтована сума дивідендів, яку очікується отримати в

майбутньому. При цьому сума щорічних дивідендів може залишатися стабільною або рівномірно зростати тощо. Оцінка вартості акцій у цьому випадку носить диференційований характер, тому залежно від очікуваних у майбутньому темпів приросту дивідендів, в рамках даного методу, виділяють декілька варіантів розрахунків :

- приріст дивідендів характеризується постійними темпами;
- темп приросту дивідендів не змінюється;
- темп приросту дивідендів має змінний характер.

Для підприємств у розвинених країнах типовою є ситуація, коли сума дивідендів з часом зростає. Світова практика свідчить, що фінансовий ринок краще цінує постійність зростання дивідендів аніж ситуації, коли підприємство один рік виплачує дуже великі дивіденди, а наступного – набагато менші чи взагалі їх не сплачує. Звідси, в основі даного варіанту розрахунків поточної вартості лежить *припущення, що очікувані дивіденди безкінечно зростатимуть постійними темпами*. У цьому випадку поточна вартість таких акцій може бути розрахована за формулою:

$$P_0 = \frac{DIV_0 \times (1+g)}{r-g} = \frac{DIV_1}{r-g} \quad (3.3)$$

де  $g$  – очікувані темпи зростання;

$DIV_0$  – сума останніх виплачених дивідендів;

$DIV_1$  – очікувані дивіденди в наступному за звітним році.

Цю модель часто називають «**Гордонівською моделлю оцінки акцій**» на честь Майрона Дж. Гордона (Myron J. Gordon), перші згадки про неї містяться в його книзі «The Investment, Financing and Valuation of the Corporation» (1962). Дана модель досить широко застосовується на практиці, тому доречно виділити окремі наслідки та обмеження її використання. Модель дисконтування дивідендів з постійним темпом приросту (далі МДДП) передбачає, що вартість акції тим вище чим:

- вище очікувані дивіденди на одну акцію;
- нижче ринкова ставка капіталізації ;
- вище очікуваний темп зростанні дивідендів.

МДДП доцільно застосовувати на практиці тільки в тих випадках, коли темпи зростання дивідендів для конкретної акції весь час нижче ринкової ставки капіталізації. За умови виконання всіх умов щодо застосування МДДП очікуваний курс акції буде пропорційним виплачуваних по ній дивідендів.

При змінному темпі приросту дивідендів, поточна вартість акцій розраховується наступним чином:

$$P_0 = P_1 + P_2 \times \frac{1}{(1+r)^n} \quad (3.4)$$

де  $P_1$  – дисконтоване значення прогнозованих дивідендів на першому (кінцевому) проміжку часу тривалістю  $n$  років, гр. од.;

$P_2$  – дисконтоване значення наступної нескінченної серії дивідендів, наведене до моменту часу, що відповідає кінцю п-го року, грн. од.

Для розрахунку першого компонента  $P_1$  необхідно продисконтувати всі величини дивідендів, плановані до виплати протягом перших  $n$  років.

Розрахунок другого компонента  $P_2$  для незмінних дивідендів провадиться за формулою дисконтування нескінченних дивідендів. Якщо передбачається зростання дивідендів із темпом то необхідно скористатися формулою моделі постійного приросту дивідендів.

З огляду на фіксований характер виплат за привілейованими акціями та відсутність заздалегідь визначеного терміну їх погашення, можна відзначити, що ці цінні папери схожі на облігації, що не мають кінцевого терміну погашення. Таким чином, при оцінці поточної вартості привілейованих акцій доцільно використовувати той же загальний підхід, що і до визначення вартості безстрокових облігацій. Отже, **поточна вартість привілейованих акцій** знаходиться з формули:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r} \quad (3.5)$$

Ціна акції перебуває у функціональній залежності від доходу й дохідності. Дохідність є відношенням доходу до ціни, а сам дохід у загальному випадку складається з двох компонентів: регулярного доходу, званого дивідендом, і доходу від капіталізації, обчислюється як різниця значень ринкової ціни акції на кінець і початок року. Визначення дохідності операцій з акціями передбачає використання низки наступних показників: ставка дивіденду у відсотках (дивідендна ставка), дивідендна дохідність, поточна ринкова дохідність, сукупна (повна) дохідність тощо.

При оголошенні річних дивідендів зазвичай використовується ставка дивіденду.

**Ставка дивіденду у відсотках (дивідендна ставка)** ( $d$ ) визначається за формулою:

$$d = \frac{DIV}{N} \times 100\% \quad (3.6)$$

де  $DIV$  – очікувані річні дивіденди, грн.

$N$  – номінальна вартість, грн.

Дивідендна дохідність відображає дохід, що припадає на кожну грошову одиницю інвестицій в звичайну або привілейовану акцію від виплати дивідендів емітентом такої акції. Іншими словами, дивідендна дохідність показує, які дивіденди ви отримаєте за одиницю вкладених у придбання акцій компанії коштів. Дивідендна дохідність визначається у відсотках. В науковій літературі також зустрічається поняття тотожне за змістовим наповненням – рендит.

**Дивідендна дохідність** (англ. *dividend yield*) визначається за формулою:

$$r = \frac{DIV}{P_0} \times 100\% \quad (3.7)$$



де  $DIV$  – сума дивідендних виплат на акцію за рік;  
 $P_0$  – ціна придбання акції.

**Поточна ринкова дохідність акцій** виражає дивідендну дохідність на даний момент часу - тобто це відношення виплачених дивідендів до поточної вартості даної акції (або, в інших джерелах - дохід або збитки, які б ви отримали, продавши акції зараз). Дана дохідність буде залежати від рівня ціни, яка існує на ринку в кожен даний момент часу.

Поточна ринкова дохідність акції розраховується за формулою:

$$r = \frac{DIV}{P} \times 100\% \quad (3.8)$$

де  $P$  – поточна ринкова вартість акції, гр. од.

Отримання дивідендів - це лише частина доходу від володіння акціями. Значну частину доходу становить приріст курсової вартості акцій. У разі успішного розвитку підприємства також зростає вартість акцій. Тому інвестор, вкладаючи свої кошти в акції, може розраховувати не лише на отримання доходу у вигляді дивідендів, а також на отримання сукупного доходу, що враховує зростання курсової вартості акцій.

**Повна (сукупна) дохідність** враховує не лише прибуток за дивідендами, але й дохід, який виникає за рахунок зміни курсової вартості. Якщо поточна ціна акції становить  $P_0$ , а очікувана ціна акції через рік –  $P_1$ , при чому за цей рік будуть виплачені дивіденди ( $DIV_1$ ), то повну річну дохідність ( $r_t$ ) можна визначити за формулою:

$$r_t = \frac{DIV_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \times 100\% \quad (3.9)$$

Якщо інвестиційний період більше року, то формула повної дохідності в перерахунку на рік має наступний вигляд:

$$r_t = \frac{\sum_{i=1}^t DIV_i + (P_t - P_0)}{P_0 \times T} \times 100\% \quad (3.10)$$

де  $T$  – тривалість володіння акцією інвестором (в роках);

$DIV_i$  – річні дивіденди, які виплачуються в  $i$ -му році;

$P_0$  – вартість придбання акцій;

$P_t$  – ринкова вартість акцій у  $t$ -му році;

$i = 1, 2, 3, \dots$ ;  $t$  – рік володіння акціями.

Володіти акцією можна як менше, так і більше року. Тому, щоб порівняти дохідність акцій з дохідністю іншого інструменту, наприклад, депозиту, її потрібно привести до рівнозначного значенням – дохідності у відсотках річних. Для цього дохідність множиться на коефіцієнт  $k = 365 /$  кількість днів володіння акцією. Відповідно, якщо операція має короткостроковий характер, то формула повної дохідності набуває наступного вигляду:

$$r_t = \frac{DIV_i + (P_t - P_0)}{P_0} \times \frac{365}{T} \times 100\% \quad (3.11)$$

де T – кількість днів знаходження акції у інвестора.

**Рекомендована література:**

Базова: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

Допоміжна: [7, 8, 9, 11, 13, 14, 16]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8]

## ТЕМА 4. ОПЕРАЦІЇ З БОРГОВИМИ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ

### План

1. Загальна характеристика боргових цінних паперів.
2. Особливості реалізації операцій із державними борговими цінними паперами.
3. Оцінка параметрів операцій із борговими цінними паперами.

**Ключові слова:** відносини позики, боргові цінні папери, облігації, дисконтні облігації, відсоткові облігації, купонні облігації, купон, номінальна вартість, реальна вартість, ринкова вартість, термін виплати, борг, вексель, державні облігації, облігації місцевих позик, казначейські зобов'язання, ощадні сертифікати, ринок запозичень, дохідність.

### 1. Загальна характеристика боргових цінних паперів

Сучасний ринок фінансових інструментів досить різноманітний, численні способи примноження та збереження власних коштів дозволяють вибрати найприйнятніший варіант для максимального задоволення потреб. Одним з таких інструментів є боргові цінні папери, які використовуються компаніями та державою для залучення фінансових вкладень від інвесторів, які потребують реалізації різних проектів, стратегічного розвитку бізнесу тощо. Вкладення у них капіталу набирає також популярності з боку індивідуальних інвесторів. Розмістити вільні кошти може і сама компанія: у такому випадку фактично процес придбання боргових цінних паперів являє собою кредитування. Крім того, такий вид розміщення коштів не вимагає обов'язкової наявності у компанії ліцензії, на відміну від здійснення кредитних операцій.

**Боргові цінні папери** – це цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента або особи, яка видала неемісійний цінний папір, сплатити у визначений строк кошти, передати товари або надати послуги відповідно до зобов'язання.

Виділяються такі види боргових цінних паперів (рис. 4.1)



**Рис. 4.1. Види боргових цінних паперів**

Найбільш розповсюдженими видами боргових цінних паперів є облігації.

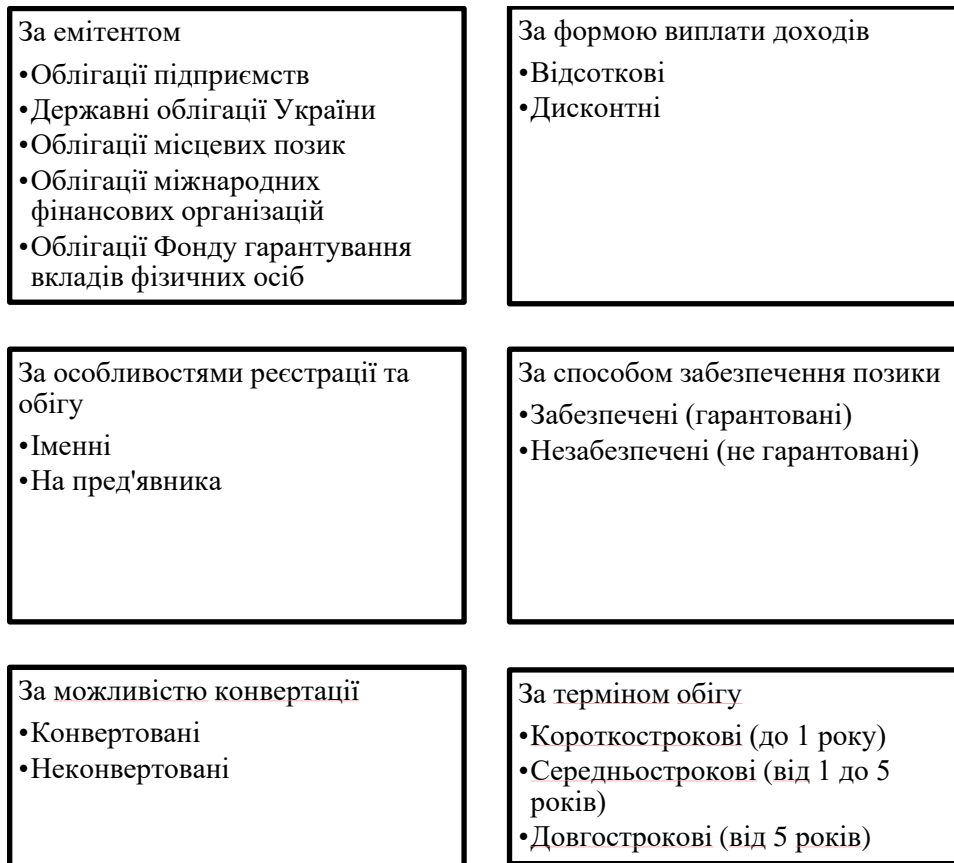
**Облігація** – цінний папір, що посвідчує внесення його першим власником коштів, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений проспектом емісії (для державних облігацій України – умовами їх розміщення) строк та виплатити доход за облігацією, якщо інше не передбачено проспектом емісії (для державних облігацій України - умовами їх розміщення). Існують лише в бездокументарній формі

Відмінною властивістю облігацій для інвестора є можливість отримати дохід, розмір якого зафіксований в облігації і може бути виплачений у вигляді відсотків або надання дисконту при покупці.

Переваги для інвестора при виборі вкладення капіталу в облігації:

- 1) фіксований термін і відсотковий дохід;
- 2) можливість прогнозування дохідності;
- 3) менший ризик неповернення та високий рівень ліквідності порівняно з акціями.

На рис. 4.2 наведено основні види облігацій в Україні за відповідними класифікаційними ознаками.



**Рис. 4.2. Класифікація облігацій**

За емітентом виокремлюють п'ять видів облігацій. Зокрема, сюди належать *облігації підприємств*, розміщуються юридичними особами тільки після повної сплати свого статутного капіталу.

Параметри облігацій підприємств:

- 1) ціна (номінальна, емісійна, ринкова);
- 2) дата викупу – дата, коли компанія-емітент зобов'язується повернути повний розмір боргу (або номінал);
- 3) викупна ціна або порядок її встановлення, зазвичай така ціна дорівнює номіналу;
- 4) купонна ставка, виражена у відсотках до номінальної ціни (для купонних облігацій);
- 5) дати виплати купонів – зазвичай купони погашаються щорічно, по півріччях або щокварталу (для купонних облігацій).

Основні риси облігацій підприємств (рис. 4.3):



**Рис. 4.3. Основні риси облігацій підприємств**

Підприємства також можуть випускати цільові облігації, тобто, виконання зобов'язань за якими здійснюється шляхом передачі об'єкта (частини об'єкта) житлового будівництва.

Розміщення облігацій підприємств може мати публічний та приватний характер.

*Публічне розміщення облігацій* здійснюється шляхом їх пропозиції заздалегідь не визначеній кількості осіб на підставі опублікування в офіційному друкованому виданні НКЦПФР проспекту емісії облігацій. Воно здійснюється на фондовій біржі емітентом самостійно або через андеррайтера(ів), що уклав(ли) з емітентом договір про андеррайтинг. Облігації, які пропонуються для публічного розміщення, є такими, що вільно обертаються. Першими та наступними власниками таких облігацій можуть бути будь-які юридичні та/або фізичні особи. Кожен перший власник облігацій має сплатити вартість таких облігацій у повному обсязі до затвердження результатів розміщення відповідного випуску (серії) облігацій. Забороняється укладати договори з першими власниками в процесі публічного розміщення облігацій раніше ніж через 10 днів після опублікування

проспекту їх емісії в повному обсязі в офіційному друкованому виданні Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

*Приватне розміщення облігацій* здійснюється шляхом безпосередньої письмової пропозиції таких облігацій заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100. Першими власниками облігацій, що пропонуються для приватного розміщення, можуть бути юридичні та фізичні особи - учасники приватного розміщення, коло яких заздалегідь визначено в рішенні про розміщення облігацій. Облігації, які пропонуються для приватного розміщення, вважаються такими, що мають обмежене коло обігу серед учасників такого розміщення, крім облігацій, які пропонуються для приватного розміщення з метою переведення в такі облігації зобов'язань акціонерного товариства. Укладення договорів з першими власниками під час приватного розміщення облігацій здійснюється емітентом самостійно або через андеррайтера, що уклав з емітентом договір про андеррайтинг. Під час приватного розміщення облігацій договори з першими власниками укладаються до дати, визначеної проспектом емісії цінних паперів, але не довше двох місяців з дати початку їх укладення. Якщо облігації, що пропонуються для розміщення, випускаються різними серіями, строк укладення договорів з першими власниками у процесі приватного розміщення окремої серії облігацій не може перевищувати двох місяців з дати початку укладення таких договорів.

**Ощадний (депозитний) сертифікат** – цінний папір, що підтверджує суму вкладу, внесеного в банк, і права вкладника (власника сертифіката) на одержання зі спливом встановленого строку суми вкладу та процентів, встановлених сертифікатом, у банку, який його видав.

Їх види наведено у табл. 4.1.

Таблиця 4.1

#### Класифікація депозитних (ощадних) сертифікатів

Класифікаційна ознака	Види
Форма розпорядження	Іменні, на пред'явника
Спосіб випуску	Одноразові, серійні
Строк погашення	Строкові, до запитання
Особливості емісії та сплати доходів	Відсоткові, дисконтні

Ощадні (депозитні) сертифікати є неемісійними цінними паперами, що видається на певний строк (під відсотки, передбачені умовами його видачі). Вони можуть бути іменними або на пред'явника та існують виключно у документарній формі.

В ощадному (депозитному) сертифікаті зазначаються вид цінного паперу, найменування і місцезнаходження банку, щойого випустив, серія і номер сертифіката, дата випуску, сума депозиту, процентна ставка, строк отримання вкладу, підпис керівника банку або іншої уповноваженої особи, засвідчений печаткою банку.

Права за іменним ощадним (депозитним) сертифікатом передаються в порядку, встановленому для відступлення права вимоги. Передача прав за сертифікатом на пред'явника здійснюється шляхом передачі цього сертифіката.

Доход за ощадними (депозитними) сертифікатами виплачується під час пред'явлення їх для оплати в банк, що їх розмістив.

**Депозитний сертифікат Національного банку** – це один із монетарних інструментів, що є борговим цінним папером НБУ в бездокументарній формі (з іменною ідентифікацією власників на підставі реєстру власників системи кількісного обліку), який свідчить про розміщення в НБУ коштів банків та їх право на отримання внесеної суми і процентів після закінчення встановленого строку;

НБУ здійснює операції з власними борговими зобов'язаннями шляхом емісії депозитних сертифікатів за такими строками: один день (овернайт); до 90 днів.

**Депозитний сертифікат овернайт** – борговий цінний папір НБУ, який свідчить про розміщення банком коштів через постійно діючу лінію проведення тендерів з розміщення депозитних сертифікатів на термін до наступного робочого дня.

**Вексель** – цінний папір, який посвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця або його наказ третій особі сплатити після настання строку платежу визначену суму власнику векселя (векселедержателю). Векселі можуть бути прості або переказні та існують виключно у документарній формі.

Класифікацію векселів наведено у табл. 4.2

Таблиця 4.2

#### Класифікація векселів

Ознака	Види	Опис
<b>Економічна сутність</b>	Комерційні	В основі – конкретна товарна угода продажу (поставки) товару (продукції). Сутність – відстрочка платежу, надання комерційного кредиту
	Фінансові	В основі – ввидана позичка. Сутність – гарантія повернення одержаної позички
	Фіктивні	В основі немає ні руху товару, ні руху грошей
<b>Платник за векселем</b>	Прості (соло)	Платник і векселедавець – одна особа. Сутність – векселедавець є боржником, векселедержатель – кредитором
	Переказні (тратта)	Платник і векселедавець – різні особи. Необхідна згода платника бути платником – головним боржником за векселем. Платник – боржник векселедавця, векселедавець – боржник першого векселедержателя
<b>Термін платежу</b>	Термінові	Можна встановити конкретну дату (день) оплати
	Невизначено термінові	День платежу заздалегідь не визначений і залежить в основному від векселедержателя
<b>Наявність застави</b>	Забезпечені	Вексель, гарантований заставою, який залишається в розпорядженні кредитора до повної оплати боргу
	Незабезпечені	Вексель не гарантований заставою
<b>Можливість передачі іншій особі</b>	Індосовані	За індосаментом можуть передаватися іншій особі, вільно обертаються
	Неіндосовані	Іменні, передача іншій особі неможлива, робиться застереження «не наказу»

## 2. Особливості реалізації операцій із державними борговими цінними паперами

У структурі боргових цінних паперів, які класифікуються за емітентом доцільно виокремити в спільну групу боргові цінні папери, що емітуються державою в особі уповноважених органів.

Їх видовий розподіл наведено на рис. 4.4.



Рис.4.4. Класифікація державних боргових цінних паперів

Об'єктивність їх існування зумовлена тим, що використання державою боргових фінансових інструментів дозволяє:

- мобілізувати та концентрувати на рівні держави тимчасово вільні грошові кошти різних суб'єктів господарювання та регулювати на цій основі рівень державних доходів і витрат;
- регулювати грошово-кредитні відносини та координувати грошовий обіг;
- забезпечувати ліквідність активів фінансових установ тощо.

**Державні облигації України** поділяються на облигації внутрішніх державних позик України (ОВДП), облигації зовнішніх державних позик України (ОЗДП) та цільові облигації внутрішніх державних позик України. Державні облигації рахуються найменш ризиковими, оскільки гарантом виступає держава.

*Облигації внутрішніх державних позик* – це державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому ринку цінних паперів і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облигацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облигацій. Номінальна ОВДП України може бути визначена в іноземній валюті.

*Цільові облигації внутрішніх державних позик України* – це ОВДП, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу.

*Облигації зовнішніх державних позик України* – це державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облигацій їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облигацій.



Емісія державних облігацій України є частиною бюджетного процесу і не підлягає регулюванню НКЦПФР.

Емісія державних облігацій України регулюється законом України про Державний бюджет України на відповідний рік, яким встановлюються граничні розміри державного зовнішнього та внутрішнього боргу.

Рішення про розміщення ОВДП і ОЗДП та умови їх розміщення приймається згідно з Бюджетним кодексом України.

Розміщення державних облігацій України здійснюється у разі дотримання на кінець року граничних розмірів державного зовнішнього та внутрішнього боргу, передбачених Верховною Радою України в законі про Державний бюджет України на відповідний рік.

Умови розміщення та погашення ОВДП і цільових ОВДП не визначені умовами розміщення, встановлюються Міністерством фінансів України відповідно до законодавства. Розміщення, обслуговування та погашення ОЗДП здійснює Міністерство фінансів України, яке може залучати для цього банки, інвестиційні компанії тощо. Відносини між Міністерством фінансів України і цими організаціями регулюються відповідними договорами. Витрати на підготовку розміщення, а також на розміщення, погашення державних облігацій України, виплату доходів здійснюються відповідно до умов розміщення державних облігацій України за рахунок коштів, передбачених на такі цілі у Державному бюджеті України.

НБУ виконує операції з обслуговування державного боргу, пов'язані з розміщенням ОВДП та цільових ОВДП, їх погашенням і виплатою доходів за ними, а також провадить депозитарну діяльність щодо цих цінних паперів. Порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням цих облігацій, встановлюється НБУ за погодженням з Міністерством фінансів України. Особливості провадження депозитарної діяльності з державними облігаціями України визначаються НКЦПФР разом з НБУ.

Державні облігації України можуть бути іменними або на пред'явника, існувати виключно в бездокументарній формі.

Продаж ОВДП здійснюється в національній або іноземній валюті, а ОЗДП – у валюті запозичення. Виплата доходів і погашення державних облігацій України здійснюється коштами або в іншій формі за згодою сторін.

**Облігації місцевих позик** включають облігації внутрішніх та зовнішніх місцевих позик. Рішення про розміщення таких облігацій приймає міська рада відповідно до вимог, що встановлені бюджетним законодавством. Реєстрацію випуску облігацій місцевих позик здійснює НКЦПФР в установленому нею порядку. Особливості погашення та реалізації прав за облігаціями місцевих позик визначаються проспектом емісії облігацій відповідного випуску.

#### ***Облігації міжнародних фінансових організацій.***

***Міжнародна фінансова організація*** – міжнародна організація, яка на умовах, визначених своїм установчим актом, та/або відповідно до міжнародного договору України здійснює емісію облігацій на території України.

Міжнародні фінансові організації можуть здійснювати в порядку, встановленому НКЦПФР, емісію відсоткових або дисконтних облігацій, у тому числі шляхом здійснення публічної пропозиції.

**Облігації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб** – цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому ринку цінних паперів і підтверджують зобов'язання Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО) щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їх номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

**Казначейське зобов'язання України** – державний цінний папір, що розміщується виключно на добровільних засадах серед фізичних осіб, посвідчує факт заборгованості Державного бюджету України перед власником казначейського зобов'язання України, дає власнику право на отримання грошового доходу та погашається відповідно до умов розміщення казначейських зобов'язань України. Номінальна вартість казначейських зобов'язань України може бути визначена у національній або іноземній валюті.

Обсяг емісії казначейських зобов'язань України у сукупності з емісією державних ОВДП не може перевищувати граничного обсягу внутрішнього державного боргу та обсягу пов'язаних з обслуговуванням державного боргу видатків, визначених законом про Державний бюджет України на відповідний рік.

Емісія казначейських зобов'язань України є частиною бюджетного процесу і не підлягає регулюванню НКЦПФР.

Емітентом казначейських зобов'язань України виступає держава в особі Міністерства фінансів України за дорученням Кабінету Міністрів України.

Погашення та сплата доходу за казначейськими зобов'язаннями України гарантується доходами Державного бюджету України.

Казначейські зобов'язання України можуть бути іменними або на пред'явника. Казначейські зобов'язання України розміщуються у документарній або бездокументарній формі. У разі розміщення казначейських зобов'язань України у документарній формі видається сертифікат.

Особливості погашення та реалізації прав за казначейськими зобов'язаннями України визначаються умовами їх розміщення, які затверджуються Міністерством фінансів України відповідно до законодавства.

Продаж, виплата грошового доходу та погашення казначейських зобов'язань України здійснюються в національній або іноземній валюті відповідно до умов їх розміщення.

Рішення про розміщення казначейських зобов'язань України приймається згідно з Бюджетним кодексом України. У рішенні передбачаються умови розміщення та погашення казначейських зобов'язань України. Умови розміщення казначейських зобов'язань України можуть передбачати їх погашення шляхом зменшення зобов'язань перед Державним бюджетом України власника казначейського зобов'язання України на вартість цього зобов'язання.

Порядок визначення вартості продажу казначейських зобов'язань України, під час їх розміщення встановлюється Міністерством фінансів України.

### **3. Оцінка параметрів операцій із борговими цінними паперами**

Вартість облігації являє собою теперішню вартість очікуваних грошових потоків за цією облігацією, дисконтованих по ставці відсотку, яка відображає ризик дефолту, пов'язаний з цими грошовими потоками. Облігації відрізняються

від інвестицій в акції двома особливостями. Перша полягає в тому, що обіцяні грошові потоки по облігації (купонні платежі та номінальна вартість облігації) зазвичай встановлюються при випуску та не змінюються протягом терміну на який видано облігацію. Друга особливість зумовлена строковістю – облігації, на відмінну від акцій, зазвичай мають фіксований строк, оскільки по відношенню до більшості з них встановлюється дата погашення (крім консольних облігацій). В результаті теперішня вартість звичайної облігації з фіксованими купонами та встановленим строком визначається виключно змінами ставки дисконтування, яка включає в себе як загальний рівень відсоткових ставок, так і специфічний ризик дефолту оцінюваної облігації.

Відсотковим (купонним) та дисконтним облігаціям властиві певні особливості щодо способів та періодичності здійснення виплат доходу, з огляду на це проведення розрахунків поточної ринкової вартості для того чи іншого виду облігацій відрізняються.

Умовно можна виділити три моделі оцінки вартості облігацій, а саме:

- модель оцінки поточної ринкової вартості облігацій з періодичною виплатою відсотків (базисна модель);
- модель оцінки поточної ринкової вартості облігацій з виплатою всієї суми відсотків при її погашенні;
- модель оцінки поточної ринкової вартості облігацій, реалізованих з дисконтом без виплати відсотків.

**Модель оцінки поточної ринкової вартості облігації з періодичною виплатою відсотків (базова модель)** стосується купонних облігацій за умови, що протягом строку обігу облігації здійснюються періодичні виплати відсотків, причому, розміри купонів (купонних виплат) зазвичай однакові між собою, а основна сума боргу (номінал) виплачується в момент погашення облігації разом з останньою купонною виплатою. Тобто ринкова вартість облігації дорівнюватиме сумі двох додатків – теперішньої вартості її анuitетів (щорічних процентних платежів) і теперішньої вартості її номіналу:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^n} \quad (4.1)$$

Ця формула є базовою моделлю оцінки грошової вартості відсоткових (купонних) облігацій.

де  $I$  – відсоткові (купонні) виплати за облігацією за кожен рік;

$N$  - номінальна вартість облігації;

$r$  - середня ставка дохідності на ринку або дисконтна ставка;

$n$  – кількість періодів до погашення облігації.

Якщо процентні платежі по облігації нефіксовані, то дана формула набуває наступного вигляду:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I_1}{(1+r)} + \frac{I_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{I_n}{(1+r)^n} + \frac{N}{(1+r)^n} \quad (4.2)$$

На українському ринку представлені, головним чином, облігації з щорічними виплатами. Проте, можливі випадки, коли купонні виплати відбуваються  $m$  разів за

рік. Наприклад, у світовій практиці прийнято використовувати піврічні виплати (навіть облігації з щорічними виплатами при порівнянні їх доходності приводяться до вигляду, відповідному аналогічним інструментам з піврічними виплатами), а у ряді випадків – щоквартальні. В такому разі знаходження ринкової вартості облігації набуде наступного вигляду:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n \times m} \frac{I/m}{(1+r/m)^t} + \frac{N}{(1+r/m)^{n \times m}} \quad (4.3)$$

де  $m$  – періодичність виплат відсотків протягом року.

Важливим показником, який використовується при визначенні вартості облігацій є ставка дисконтування. Її можна взяти з котирувань, у брокерських контор за облігаціями з подібними характеристиками або ж розрахувати. Одним із найбільш поширених на практиці способів розрахунку ставки дисконтування є кумулятивний метод оцінки премії за ризик. В основі цього методу лежать припущення про те, що: якби інвестиції були безризиковими, то інвестори вимагали б безризикову прибутковість на свій капітал (тобто норму прибутковості, відповідну нормі прибутковості вкладень у безризикові активи); чим вище інвестор оцінює ризик проекту, тим вищі вимоги він пред'являє до його прибутковості. Виходячи з цих припущень при розрахунку ставки дисконтування необхідно врахувати так звану «премію за ризик». Відповідно формула розрахунку ставки дисконтування буде виглядати наступним чином:

$$r = r_f + l + i + r_e, \quad (4.3)$$

де  $r$  – ставка дисконтування;

$r_f$  – безризикова ставка, тобто ставка за інвестиціями, для яких відсутній ризик (дохідність за державними цінними паперами для відповідних строків погашення);

$l$  – премія за ліквідність;

$i$  – темп інфляції;

$r_e$  – реальна ставка відсотку.

Наприклад,  $r_f = 17\%$ ,  $r_e = 6\%$ ,  $l = 3\%$ ,  $i = 4\%$ , тоді  $r = 17 + 6 + 3 + 4 = 30\%$ .

Безризикова ставка ( $r_f$ ) може враховувати інфляцію. Однак якщо інвестор очікує, що інфляція буде розвиватися більш високими темпами, він також врахує це у ставці дисконтування. Купуючи папір, інвестор стикається з ризиком ліквідності, який пов'язаний з тим, наскільки швидко і за якою ціною можна продати папір. Тому ця величина повинна знайти відображення у ставці дисконтування.

**Модель оцінки поточної ринкової вартості облігацій з виплатою всієї суми відсотків при її погашенні передбачає те, що вся сума купонних платежів**

виплачується при погашенні облігації. Таким чином, формула матиме наступний вигляд:

$$P_0 = \frac{N+I_k}{(1+r)^n} \quad (4.4)$$

де  $I_k$  – сума відсотків за облігацією, яка буде нарахована за її погашення за відповідною ставкою.

**Модель оцінки поточної ринкової вартості облігацій, реалізованих з дисконтом без виплати відсотків.** Умовами випуску облігації може бути визначено, що вона не передбачає періодичних виплат відсотків, зате продається зі значним дисконтом щодо свого номіналу. Покупець такої облігації отримує дохід, який утворюється за рахунок поступового збільшення дійсної вартості щодо її початкової ціни придбання (ціни нижче її номінальної вартості), поки облігація не буде викуплена за своєю номінальною вартістю в день її погашення.

Обчислюючи вартість облігації з нульовим купоном ( $I = 0$ ) класичну формулу спрощують таким чином:

$$P_0 = \frac{N}{(1+r)^n} \quad (4.5)$$

де  $n$  - кількість років, через які відбудеться погашення безвідсоткової облігації.

Причому, якщо строк обігу дисконтних облігацій менше одного року, то поточна ринкова вартість облігації розраховується за формулою:

$$P_0 = \frac{N}{\left(1 + \frac{r \times T}{365}\right)} \quad (4.6)$$

де  $T$  – кількість днів до погашення облігації.

**За безстроковими облігаціями** передбачений невизначено тривалий період виплати доходів (купону). За умови фіксованого розміру купону протягом всього строку обігу облігації поточна ринкова вартість фактично представляє суму членів нескінченно спадаючої геометричної прогресії.

Інвестори вкладають кошти в облігації з метою отримання доходу. Дохід - це абсолютний показник, виражений в грошовому вираженні, дохідність - відносний показник, виражений у відсотках. Аналізуючи дохідність облігацій, необхідно враховувати, що дохід за облігацією складається з двох основних складових: періодичних купонних виплат (якщо вони передбачені); різниці між номіналом та ціною купівлі облігації (якщо облігацію придбано з дисконтом). На практиці для різних цілей використовують різні оцінки дохідності. Одні з них показують тільки дохідність від купона, інші додатково враховують ціну купівлі-продажу, треті відображають рентабельність інвестицій в залежності від терміну володіння - до продажу на ринку або до викупу емітентом, що випустив облігацію.

Для оцінки облігацій інвесторами можуть використовуватися такі види дохідності: купонна (ставка купона), поточна, повна (дохідність до погашення).

**Ставка купона** - базовий відсоток до номіналу облігації, який також називають **купонної дохідністю**. Цю ставку емітент оголошує заздалегідь згідно умов випуску і періодично виплачує у встановлений термін. Розраховується за формулою:

$$d_k = \frac{I}{N} \times 100\% \quad (4.7)$$

де  $I$  - річний купонний дохід, грн.;

$N$  - номінальна вартість облігації, грн.

Наприклад, по облігації номіналом 500 грн передбачається щорічно виплачувати купонний дохід в сумі 100 грн.. В цьому випадку купонна ставка складе 20% річних.

Даний показник не в повній мірі відображає реальну дохідність володіння облігацією, так як по-перше, він враховує тільки один вид доходу (купонні виплати), а по-друге, в знаменнику формули показуються не фактичні початкові інвестиції (ціна придбання), а номінал облігації, тобто сума боргу, що підлягає поверненню.

Більш наближеним до реальності є показник **поточної дохідності**, який визначається як відношення річної купонної виплати до ціни придбання облігації. Розрізняють дохідність для конкретного інвестора та дохідність, що наводиться у біржових зведеннях : у першому випадку використовується ціна, за якою інвестор купив облігацію, у другому – у знаменнику стоїть поточна вартість цінного паперу. Відповідно, даний вид дохідності розраховується за формулою:

$$d_p = \frac{I}{P_0} \times 100\% \quad (4.8)$$

де  $P_0$  - поточна ринкова вартість облігації (ціна, за якою інвестор придбав облігацію), грн. од.

Поточна дохідність не є фіксованою величиною. Цей показник перераховують кожного разу, коли змінюється ринкова вартість облігації, тобто він відображає поточну ринкову ситуацію на даний момент часу. Поточна дохідність може використовуватися, щоб порівняти процентний дохід, забезпечений облігацією з дохідністю дивідендних виплат, забезпечених акціями.

Одним з найбільш інформативних та розповсюджених показників оцінки дохідності облігацій є показник **повної дохідності** - це повний дохід інвестора від вкладень в облігації з урахуванням реінвестування купонів за ставкою початкових вкладень. Для оцінки повної дохідності до погашення облігації або її викупу за офертою використовують стандартний інвестиційний показник - ставку внутрішньої норми дохідності грошового потоку. Вона показує середньорічну дохідність на вкладення з урахуванням виплат інвестору в різні періоди часу. Іншими словами, це рентабельність інвестицій в облігації. Оскільки цей показник

вимірює дохідність за весь строк існування облигації, то його ще називають **дохідністю до погашення (Yield-to-maturity – YTM)**.

Він дорівнює обіцяній інвестору дохідності за виконання таких умов:

- інвестор держатиме облигацію до настання строку погашення;
- купонні виплати та погашення номіналу будуть відбуватися вчасно і в повному обсязі (без урахування кредитного ризику);
- купонний дохід буде реінвестований на строк до настання строку погашення облигації під ставку відсотка, що була на момент придбання облигації (без урахування ризику реінвестування) ( $r = YTM$ ).

Математично **повна дохідність (дохідність до погашення) облигації** – це таке значення YTM, для якого виконується рівність:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+YTM)^t} + \frac{N}{(1+YTM)^n} \quad (4.9)$$

Таким чином, дохідність до погашення (YTM) - це процентна ставка в коефіцієнті дисконтування, яка встановлює рівність між поточною вартістю потоку платежів по облигації і її ринковою ціною.

Самостійно розрахувати орієнтовну повну дохідність можливо за спрощеною формулою.

$$YTM = \frac{(N-P)/n+I}{(N+P)/2} \quad (4.10)$$

де  $YTM$  – дохідність до погашення орієнтовна;

$N$  – вартість реалізації (номінал) облигації;

$P$  – ціна купівлі облигації (поточна вартість на момент оцінки);

$n$  – кількість років до погашення облигації;

$I$  – купон.

В даному випадку, похибка розрахунків складе десяти частки відсотка. Точна дохідність буде трохи вище, якщо ціна покупки перевищила номінал, і трохи менше - якщо була нижче номіналу.

Процедура розрахунку вручну точних значень дохідності до погашення досить трудомістка, але автоматизоване обчислення цього показника реалізовано в спеціальних пакетах прикладних програм (в тому числі у поширеному MS Excel – функція «внутрішня ставка дохідності» і її різновиди), що суттєво спрощує розрахунки.

Поруч з купонними існують облигації з нульовим купоном (дисконтні або безкупонні). Як вже зазначалося вище, вони продаються зі знижкою (дисконтом) від номінальної ціни, а викуповуються за номіналом. До цих інструментів взагалі не можна застосовувати поняття купонної і поточної дохідності, тому що їх повна дохідність включає в себе тільки другу складову - приріст вартості капіталу. Звідси, **дохідність дисконтної облигації до погашення** визначається наступним чином:

$$YTM = \sqrt[n]{\frac{N}{P}} - 1 = \frac{1}{\sqrt[n]{\frac{K}{100}}} - 1 \quad (4.11)$$

Загалом, ціна облігації та дохідність до погашення перебувають у зворотній залежності. При підвищенні дохідності ціна облігації падає, при зниженні - зростає. Якщо дохідність до погашення нижче купонного відсотку, то облігація продається з премією. Якщо дохідність до погашення вище купонного відсотку, облігація продається зі знижкою. Якщо дохідність до погашення дорівнює купонному відсотку, ціна облігації дорівнює номіналу. За зниження дохідності до погашення на 1 % ціна облігації зростає більше, ніж під час її падіння за збільшення дохідності до погашення на 1 %.

Метод розрахунку дохідності до погашення, що розглядався вище, заснований на припущенні, що інвестор буде володіти облігацією до моменту погашення, не беручи до уваги можливість продажу облігації до того, як вона буде погашена. Проте, на практиці для інвестора актуальним є питання визначення дохідності за умови, якщо він продасть облігацію раніше строку погашення. З огляду на це, доцільно також визначати дохідність за певний проміжок часу (період) володіння облігацією.

**Реалізована дохідність облігації (дохідність до горизонту)** (англ. realized yield) – це фактична сума доходу заробленого на інвестиціях в облігацію протягом певного періоду часу. Цей проміжок часу зазвичай є періодом володіння цінним папером, а дохідність може відрізнятися від очікуваної дохідності до погашення. Реалізована дохідність також включає доходи, які були зароблені від реінвестованих відсотків, купонні доходи, капітальні доходи (різниця між ціною придбання і ціною продажу або сумою погашення).

Реалізована дохідність може відрізнятися від дохідності до погашення у випадках, коли період володіння облігацією закінчується до дати погашення. Сюди можна віднести облігацію відкликану емітентом або продану до дати погашення, зазначеної в контракті облігації під час придбання.

Реалізована дохідність розраховується наступним чином:

$$y_h = \left[ \left( 1 + \frac{R_h}{P} \right)^{\frac{d_y}{d_h \times m}} - 1 \right] m \quad (4.12)$$

де  $y_h$  – показник реалізованої дохідності (% річних),

$m$  – кількість періодів в році (періодичність розрахунку складного відсотку);

$d_y$  - кількість днів в році;

$d_h$  – кількість днів від сьогоднішнього моменту до дати горизонту.

При  $m=1$  (річний складний відсоток) величина  $y_h$ , отримана з формули, - є річна ефективна прибутковість до горизонту.

Для того, щоб розрахувати реалізовану дохідність, необхідно перш за все, обрахувати загальний обсяг доходу, що забезпечуються даною облігацією за



розглянутий проміжок часу (до вибраного горизонту), який визначається за формулою:

$$R_h = R_k + R_i + R_r \quad (4.13)$$

де  $R_h$  - сумарний дохід до горизонту,

$R_k$  - капітальний дохід,

$R_i$  - купонний дохід,

$R_r$  - дохід від реінвестування.

Звідси, дохід від реінвестування розраховується наступним чином:

$$R_r = \sum_{t=0}^{n_h-1} I (1 + r_t)^{t+v_h} - n_h I \quad (4.14)$$

де  $n_h$  – кількість купонних виплат до горизонту,

$r_t$  – дохідність інвестицій за період між  $t$ -й і  $(t+1)$ -й виплатами,

$v_h$  – кількість днів від останньої виплати до дати горизонту поділена на кількість днів між купонними виплатами,

$I$  – обсяг купонної виплати.

### **Визначення вартості та дохідності ощадних (депозитних) сертифікатів і векселів.**

У розрахунках необхідно враховувати, що депозитні сертифікати за способом отримання доходу їх власниками, як уже відмічалось розподіляються на два види - процентні і дисконтні.

За відсотковими депозитними (ощадними) сертифікатами відсоток нараховується аналогічно їх нарахуванню за депозитними рахунками. Дохід за сертифікатом виплачується в момент погашення разом з основною сумою боргу, виходячи з обумовленої при розміщенні сертифіката відсоткової ставки. Депозитні сертифікати дисконтного типу продаються за ціною нижче номіналу, а погашаються за номінальною вартістю. Різниця між цими вартостями і визначає дохід від придбання такого сертифіката.

Для **відсоткового депозитного (ощадного) сертифіката** при заданій процентній ставці терміном дії до року сума нарахованих відсотків (**відсоткового доходу**) може бути визначена за формулою:

$$I = N \times \frac{i\% \times t}{365} \quad (4.15)$$

де  $I$  – сума нарахованих відсотків,

$N$  – номінал сертифікату,

$i\%$  – відсоткова ставка по сертифікату,

$t$  – час, на який випущений сертифікат (термін до дати погашення в днях).

Якщо сертифікат розміщено за номіналом і тримається до терміну погашення, то його дохідність буде дорівнювати зазначеній в контракті ставці відсотків ( $i\%$ ).

Для дисконтного ощадного (депозитного) сертифіката, який розміщено за дисконтною ціною, а погашається за номінальною, дохід визначається як різниця ціни погашення і купівлі:

$$I = N - P_{\text{куп.}} \quad (4.16)$$

де  $N$  – номінал;

$P_{\text{куп.}}$  – ціна купівлі.

Депозитні сертифікати можуть продаватися до закінчення терміну їх погашення і вільно обертатися на ринку. Зокрема, рівень доходу по операціях з дисконтними депозитними сертифікатами залежить від рівня ринкових відсоткових ставок, а за відсотковими депозитними сертифікатами також від рівня відсоткової ставки на момент їх випуску. Якщо сертифікат продається (купується) між датами випуску і погашення, абсолютна величина прибутку буде розподілена між покупцем і продавцем відповідно до ринкової ставки (норми прибутковості покупця) за аналогічними паперами на даний момент часу і пропорційна терміну володіння цінним папером кожною зі сторін.

Дохід від операцій з купівлі-продажу депозитних сертифікатів визначається як різниця між цінами їх продажу ( $P_2$ ) і купівлі ( $P_1$ ), які, в свою чергу, розраховуються за формулами:

**Для процентних депозитних сертифікатів:**

Ціна купівлі :

$$P_1 = \frac{N \times \left(1 + \frac{t_0}{K} \times i_0\right)}{1 + \frac{t_1}{K} \times i_1} \quad (4.17)$$

Ціна продажу:

$$P_2 = \frac{N \times \left(1 + \frac{t_0}{K} \times i_0\right)}{1 + \frac{t_2}{K} \times i_2} \quad (4.18)$$

де  $P_1, P_2$  – вартість купівлі/продажу;

$N$  - номінальна вартість;

$t_0$  – термін у днях від моменту випуску до моменту погашення;

$t_1$  – кількість днів з моменту купівлі до моменту погашення;

$t_2$  – кількість днів від моменту продажу до моменту погашення;

$i_0$  - ставка простих процентів, встановлена на момент випуску сертифікату;

$i_1, i_2$  – ставки простих відсотків в моменти купівлі та продажу;

$K$  – кількість днів у році.

**Для дисконтних депозитних сертифікатів:**

Ціна купівлі:

$$P_1 = N \times \left(1 - \frac{t_1}{K} \times i_1\right) \quad (4.19)$$

Ціна продажу:

$$P_2 = N \times \left(1 - \frac{t_2}{K} \times i_2\right) \quad (4.20)$$

Загальний підхід при визначенні ціни **дисконтного** або **відсоткового векселя** залишається таким же, як і при визначенні інших короткострокових цінних паперів (облігацій або сертифікатів). Однак, векселі котируються на основі дисконтної ставки. При чому розрахунки з векселем здійснюються на базі фінансового року у 360 днів.

**Ставка дисконту векселя** ( $d$ ) визначається у відсотках до номіналу векселя як простий відсоток у розрахунку на рік.

$$d = \frac{D}{N} \times \frac{360}{t} \quad (4.21)$$

де  $D$  – дисконт векселя;

$N$  – номінал векселя;

$t$  – кількість днів з моменту придбання векселя до його погашення.

Якщо відома дисконтна ставка, то величина дисконту у гривневому перерахунку визначається за формулою:

$$D = N \times \frac{d \times t}{360} \quad (4.22)$$

**Ціну векселя** можна визначити вирахувавши з номіналу розмір знижки, а саме:

$$P = N - D \quad (4.23)$$

де  $P$  – ціна векселя.

Якщо відома ставка дисконту, то **ціна** визначається за формулою:

$$P = N \left(1 - \frac{d \times t}{360}\right) \quad (4.24)$$

Якщо інвестор визначив для себе значення дохідності, яку б він хотів забезпечити за векселем, то **ціну** паперу можна обчислити за формулою:

$$P = \frac{N}{1 + r \left(\frac{t}{360}\right)} \quad (4.25)$$

де  $r$  – дохідність, яку має намір забезпечити собі інвестор.

Якщо вкладник порівнює інвестиції у вексель з іншими паперами, для яких фінансовий рік дорівнює 365 днів, то у формулу в знаменник доцільно ставити число 365.

В цілях уможливлення порівняння дохідності векселя з дохідністю інших цінних паперів, доцільно використовувати **еквівалентну ставку відсотку**. Необхідність використання цієї ставки зумовлена тим, що ставка дисконту, по-перше, розраховується на базі 360 днів, і, по-друге, при її визначенні знижка ділиться на номінал, тоді як реально покупець інвестує меншу суму, а саме ціну. Ці обставини занижують дохідність векселя. Тому необхідно визначити формулу для перерахунку ставки дисконту і дохідність на базі 365 днів з урахуванням ціни.

$$r = \frac{365d}{360-d \times t} \quad (4.26)$$

За **відсотковим векселем** нараховуються відсотки за ставкою, яка вказана у векселі. Суму нарахованих відсотків ( $I$ ) можна визначити за формулою:

$$I = N \times \frac{d\% \times t}{360} \quad (4.27)$$

де  $N$  – номінал векселя,

$d\%$  – відсоткова ставка за векселем,

$t$  – час, на який випущений вексель (термін до дати погашення в днях).

***Рекомендована література:***

Базова: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

Допоміжна: [4, 5, 6, 7, 8, 9, 10]

Інформаційні ресурси: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8]

## ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 2. ОСОБЛИВОСТІ ЗДІЙСНЕННЯ ОПЕРАЦІЙ З ІПОТЕЧНИМИ ТА ПОХІДНИМИ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ. СУЧАСНІ ТЕХНОЛОГІЇ ОРГАНІЗАЦІЇ ЗДІЙСНЕННЯ ОПЕРАЦІЙ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ ТА РИЗИКИ ПРОЦЕСУ

### ТЕМА 5. ОПЕРАЦІЇ З ІПОТЕЧНИМИ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ

#### План

1. Загальна характеристика іпотечних цінних паперів.
2. Особливості реалізації операцій з іпотечними цінними паперами.
3. Процес сек'юритизації іпотечних активів.

**Ключові слова:** іпотечні цінні папери, іпотечні облігації, заставні, іпотечні сертифікати, сертифікати участі, сертифікати з фіксованою дохідністю, звичайні іпотечні облігації, структуровані іпотечні облігації, сек'юритизація іпотечних активів.

#### 1. Загальна характеристика іпотечних цінних паперів

Природа іпотечних цінних паперів полягає в тому, що при отриманні позичальником кредиту у фінансовій установі він надає у заставу нерухоме майно, а під ці зобов'язання випускаються іпотечні цінні папери. Тобто фактично здебільшого іпотечні цінні папери виконують функцію рефінансування довгострокових іпотечних кредитів.

**Іпотечні цінні папери** – цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів.

Поява іпотечних цінних паперів спричинена введенням у дію законів України «Про іпотеку» від 05.06.2003 № 898-IV та «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» від 19.06.03 N 978-IV.

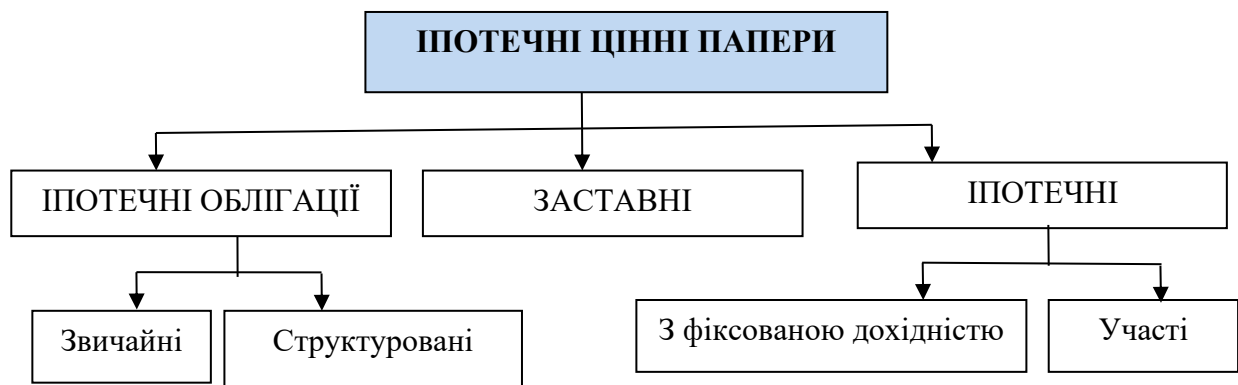
Право на існування в Україні мають такі види іпотечних цінних паперів: *заставні, іпотечні сертифікати, іпотечні облігації* (рис. 5.1). Їх емітентом можуть бути банки та інші фінансові установи, які мають право на провадження такого виду діяльності відповідно до чинного законодавства.

**Заставна** – це іпотечний цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням, за умови, що воно підлягає виконанню в грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання – право звернути стягнення на предмет іпотеки.

Заставна оформлюється, якщо її видача передбачена *іпотечним договором*. Після державної реєстрації іпотеки оригінал заставної передається іпотекодержателю, якщо інший порядок передачі заставної не встановлено іпотечним договором.

*Іпотечний договір* укладається між одним або декількома іпотекодавцями та іпотекодержателем у письмовій формі і підлягає нотаріальному посвідченню. У

разі якщо іпотекою забезпечується повернення позики, кредиту для придбання нерухомого майна, яке передається в іпотеку, договір купівлі-продажу цього нерухомого майна та іпотечний договір можуть укладатися одночасно.



**Рис. 5.1. Види іпотечних цінних паперів**

Базовим поняттям для розуміння сутності заставної є «основне зобов'язання». *Основне зобов'язання* - зобов'язання боржника за договорами позики, кредиту, купівлі-продажу, лізингу, а також зобов'язання, яке виникає з інших підстав, виконання якого забезпечене іпотекою.

*Заставна не є емісійним цінним папером.*

Заставна складається в письмовій формі в одному примірнику на бланку стандартної форми, яка встановлюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. На всіх оригінальних примірниках іпотечного договору робиться відмітка про видачу заставної. Залежно від предмета іпотеки (нерухоме майно, об'єкт незавершеного будівництва) заставна повинна мати візуальні відмінності, встановлені Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

У цілому, заставна засвідчує безумовне право її власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням. У разі неможливості його виконання в грошовій формі, власник заставної має право звернути стягнення на предмет іпотеки. Можна сказати, що заставна – це прямий продаж індивідуального кредиту, вона дуже нагадує іпотечний вексель, що розповсюджений у Латинській Америці. На відміну від інших іпотечних цінних паперів, вона використовується для оформлення одиничних відносин і не пристосована для обігу на ринку капіталів, однак може використовуватися для рефінансування іпотечного кредиту.

Іпотечне кредитування під заставу нерухомості (без заставної), в принципі, є, звичайною кредитною операцією банку. Проте кредитування, в ході якого на підставі іпотечного договору банк отримує заставну, має суттєві відмінності. Банк може відразу відновити свої кошти шляхом продажу заставних і отримати ресурси під власні кредитні операції, особливо за браком залучених депозитів.

Позитивні риси заставної:

1) дозволяє зробити борги за кредитом більш ліквідними, тобто їх можна продавати;

2) у разі невиконання основного зобов'язання за кредитом, дає можливість просто й швидко звернути стягнення на предмет іпотеки, тобто домогтися арешту

заставленого майна, його реалізації за рішенням суду та погашення основного богу за іпотечним договором.

Заставні можуть забезпечувати випуск іпотечних цінних паперів - *іпотечних облігацій і іпотечних сертифікатів*.

Відповідно до Закону України «Про іпотечні облігації» від 22.12.2005 №3272-IV, **іпотечні облігації** – облігації, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям. Вони є *іменними* цінними паперами. Іпотечна облігація засвідчує внесення грошових коштів її власником і підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати йому номінальну вартість цієї облігації та грошового доходу, а в разі невиконання емітентом зобов'язань за іпотечною облігацією надає її власнику право задовольнити свою вимогу за рахунок іпотечного покриття.

*Іпотечне покриття* – іпотечні активи, а також інші активи, які забезпечують виконання зобов'язань емітента за іпотечними облігаціями.

*Іпотечний актив* - право вимоги за забезпеченим іпотекою грошовим зобов'язанням боржника.

Емітент може за власною ініціативою здійснити *дострокове погашення іпотечних облігацій* виключно у разі, якщо це передбачено у проспекті емісії.

Можуть випускатися *звичайні* та *структуровані іпотечні облігації*.

*Емітентом звичайних іпотечних облігацій є іпотечний кредитор*, який несе відповідальність за виконання зобов'язань за ними іпотечним покриттям та всім іншим своїм майном, на яке відповідно до законодавства може бути звернено стягнення. *Іпотечний кредитор* - фінансова установа, крім спеціалізованої іпотечної установи, яка відповідно до законодавства має право надавати кредити (позики), виконання зобов'язань боржників за якими забезпечене іпотекою, та/або яка набула право вимоги за забезпеченими іпотекою кредитами (позиками) від інших осіб.

*Емітентом структурованих облігацій є спеціалізована іпотечна установа*, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями лише іпотечним покриттям. *Спеціалізована іпотечна установа* - це фінансова установа, виключним видом діяльності якої є придбання іпотечних активів (їх продаж у випадках, передбачених цим Законом і проспектом емісії) та випуск структурованих іпотечних облігацій у порядку, встановленому цим Законом. Спеціалізована іпотечна установа може бути створена без обмеження строку існування або на строк до повного погашення структурованих іпотечних облігацій. Спеціалізована іпотечна установа має право провадити свою діяльність після внесення її до Державного реєстру фінансових установ у порядку, встановленому законодавством. До спеціалізованих іпотечних установ не застосовуються вимоги щодо достатності капіталу, ліквідності, ліцензування діяльності. ліквідація спеціалізованої іпотечної установи до повного виконання зобов'язань за структурованими іпотечними облігаціями може здійснюватися виключно за рішенням суду.

Випуск іпотечних облігацій здійснюється у *бездокументарній формі*. Глобальний сертифікат випуску іпотечних облігацій повинен містити їх найменування (звичайна чи структурована іпотечна облігація), посилання на те, що

виконання зобов'язань емітента забезпечується іпотечним покриттям, а також інші реквізити, встановлені законодавством.

У разі випуску звичайних іпотечних облігацій договір на депозитарне обслуговування укладає емітент. У разі випуску структурованих іпотечних облігацій договір на депозитарне обслуговування укладає управитель.

Крім визначення механізму довгострокового іпотечного кредитування, існує такий вид цінних паперів як іпотечні сертифікати, що дозволяють створити систему рефінансування іпотечних кредитів. Кредитодавець, який є власником іпотечних активів, має право випустити іпотечні сертифікати відповідно до вимог законодавства.

**Іпотечний сертифікат** – іпотечний цінний папір, що забезпечений іпотечними активами або іпотеками.

*Іпотечні активи* – реформовані в консолідований іпотечний борг зобов'язання за договорами про іпотечний кредит здійснювати платежі в рахунок погашення основного зобов'язання протягом строку обігу сертифікатів.

*Консолідований іпотечний борг* – зобов'язання за договорами про іпотечний кредит, реформовані кредитодавцем.

Сертифікати можуть бути випущені в одній з таких форм:

- іменні сертифікати документарної форми випуску (іменні документарні сертифікати);
- іменні сертифікати бездокументарної форми випуску (іменні бездокументарні сертифікати);
- сертифікати на пред'явника документарної форми випуску (документарні сертифікати на пред'явника).

Форма випуску сертифікатів установлюється рішенням про випуск сертифікатів. Сертифікати одного випуску мають одну форму випуску.

У разі емісії сертифікатів у бездокументарній формі на кожний випуск сертифікатів емітент оформлює глобальний сертифікат.

Іпотечні сертифікати можуть бути двох видів:

- *сертифікати участі*;
- *сертифікати з фіксованою доходністю*.

**Сертифікати участі** - це сертифікати, які відповідно до законодавства забезпечені іпотеками та посвідчують частку його власника у платежах за іпотечними активами. *Іпотечний сертифікат участі* є іменним цінним папером.

*Власник сертифікатів участі має такі права:*

- право на отримання частки у платежах за іпотечними активами відповідно до договору про придбання сертифікатів;
- право на задоволення вимог - у разі невиконання емітентом взятих на себе зобов'язань - з вартості іпотечних активів, які знаходяться у довірчій власності управителя.

Видача іпотечних сертифікатів участі є підставою для виникнення спільної часткової власності власників іпотечних сертифікатів участі на іпотечне покриття, під яке вони видаються, і установи довірчого управління таким іпотечним покриттям. Загальна часткова власність на іпотечне покриття виникає одночасно з установою довірчого управління цим іпотечним покриттям.



**Сертифікати з фіксованою дохідністю** – це сертифікати, які забезпечені іпотечними активами та посвідчують такі права власників:

- право на отримання номінальної вартості в передбачені умовами випуску сертифікатів терміни;
- право на отримання процентів за сертифікатами на умовах інформації про випуск сертифікатів;
- право на задоволення вимог – у разі невиконання емітентом прийнятих на себе зобов'язань – з вартості іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів з фіксованою дохідністю, переважно перед іншими кредиторами емітента.

Особливості іпотечних сертифікатів представлено в табл. 5.1

Таблиця 5.1

### Особливості іпотечних сертифікатів

Ознака	Сертифікати участі	Сертифікати з фіксованою дохідністю
Джерело формування доходу власника сертифіката	З усіх надходжень за іпотечними активами за вирахуванням винагороди управляючому іпотечними активами	З суми, що визначена в інформації про випуск сертифікатів
Власники іпотечних активів	Власники сертифікатів	Емітент сертифікатів
Забезпечення виконання зобов'язань за сертифікатами	Іпотеки, об'єднані в іпотечний пул і забезпечуючі виконання зобов'язань, що реформовані у консолідований іпотечний борг	Іпотечні активи
Основне зобов'язання емітента сертифікатів	Передача власникам сертифікатів (пропорційно до частки) частини платежів, одержаних за іпотечними активами, що знаходяться в довірчій власності емітента	Виплата власникам сертифікатів номінальної вартості і процентів за сертифікатами
Гарантії виконання емітентом зобов'язань за сертифікатами	Тільки гарантії, встановлені самим емітентом при емісії сертифікатів	За невиконання зобов'язань за сертифікатами емітент відповідає всім своїм майном

Принципова відмінність між сертифікатами з фіксованою дохідністю і сертифікатами участі криється у фінансовій моделі перетворення платежів, що надходять за іпотечними активами для виплати за сертифікатами. Модель, за якою випускаються сертифікати з фіксованою дохідністю, передбачає, що власником іпотечних активів, а отже, і платежів за ними, є емітент. Модель, за якою випускаються сертифікати участі, передбачає що їх власник передає іпотечні активи в довірчу власність.

## 2. Особливості реалізації операцій з іпотечними цінними паперами

**Заставна** оформлюється, якщо її видача передбачена іпотечним договором. Після державної реєстрації іпотеки оригінал заставної передається *іпотекодержателю*, якщо інший порядок передачі заставної не встановлено

іпотечним договором. Першим власником заставної є особа, яка на момент видачі заставної відповідно до умов іпотечного договору має статус іпотекодержателя.

Іпотекодержатель (власник заставної) може до настання строку виконання боржником зобов'язань за нею проводити **операції з заставними**, що йому належать, для **рефінансування власної діяльності** шляхом залучення додаткових грошових коштів від інших осіб.

До операцій для рефінансування власної діяльності належать наступні:

1. відчуження (продаж) заставної шляхом вчинення індосаменту з компенсацією індосанту вартості заставної у встановленому сторонами розмірі;
2. продаж заставної із зобов'язанням зворотного викупу (операція репо);
3. передача заставної у заставу для забезпечення виконання зобов'язань перед іншими кредиторами;
4. емісія іпотечних цінних паперів;
5. іншим способом, який не суперечить закону.

**1. Передача заставної (відчуження)** здійснюється шляхом виконання на ній особою, якій належить заставна (індосантом), передавального напису (**індосаменту**) на користь іншої особи (індосата) та передачі оригіналу заставної. Передача заставної не потребує згоди іпотекодавця або боржника, якщо він є відмінним від іпотекодавця. *Індосант* зобов'язаний у 5-тиденний строк письмово повідомити боржника про передачу заставної індосату та всіма доступними засобами не припустити виконання основного зобов'язання боржником на свою користь. У разі невиконання цього обов'язку індосантом передача заставної є дійсною, а індосат має право вимагати від індосанта відшкодування завданих збитків.

Якщо основне зобов'язання підлягає виконанню частинами, індосант зобов'язаний передати індосату копії документів, що підтверджують отримані платежі та реєстр отриманих платежів за заставною.

*Передача заставної шляхом вчинення індосаменту* надає індосату всі *права* іпотекодержателя за іпотечним договором та основним зобов'язанням. Індосат набуває прав іпотекодержателя з моменту державної реєстрації відомостей про передачу заставної в установленому законом порядку.

**2. Продаж заставної із зобов'язанням зворотного викупу** є договором, згідно з яким будь-яка особа-кредитор зобов'язується сплатити іпотекодержателю (власнику заставної) грошові кошти, а іпотекодержатель (власник заставної) зобов'язується передати заставну цьому кредитору і викупити її за погодженою сторонами ціною у визначений строк у майбутньому, але не пізніше строку повного виконання основного зобов'язання боржником. Продаж заставної із зобов'язанням зворотного викупу здійснюється шляхом вчинення індосаменту, в якому встановлюється строк зворотного викупу заставної. Іпотекодержатель (власник заставної) і кредитор можуть укласти договір, який встановлюватиме інші умови продажу заставної із зобов'язанням зворотного викупу. Зокрема, договором може бути встановлений обов'язок іпотекодержателя (власника заставної) викупити заставну до вказаного в індосаменті строку у разі настання визначених договором обставин.

**3. Заставна** може бути *передана у заставу* для забезпечення виконання зобов'язань її власника перед іншою особою - кредитором. Застава заставної

здійснюється шляхом вчинення індосаменту, в якому зазначається, що заставна передається тільки у заставу, та ідентифікується забезпечене заставою зобов'язання. При заставі заставна передається у володіння заставодержателю. Іпотекодержатель (власник заставної) зобов'язаний письмово повідомити боржника про передачу заставної у заставу, крім випадків включення засвідчених заставною прав до складу іпотечного покриття звичайних іпотечних облігацій.

**4. Заставні можуть *забезпечувати випуск іпотечних цінних паперів*** - іпотечних облігацій і іпотечних сертифікатів.

Іпотекодержатель (власник заставної) має право проводити операції з заставними для рефінансування власної діяльності самостійно або з залученням спеціалізованих фінансових установ, у тому числі державної іпотечної установи, які на підставі договору з іпотекодержателем (власником заставної) надають відповідне рефінансування шляхом проведення операцій з іпотечними активами такого іпотекодержателя (власника заставної), що забезпечують надходження грошових коштів від будь-яких інших осіб-кредиторів.

Щодо **іпотечних сертифікатів**, то в узагальненому вигляді їх процедура емісії та розміщення включає такі етапи:

- одержання дозволу на здійснення емісії сертифікатів;
- прийняття емітентом рішення про випуск сертифікатів;
- формування або придбання іпотечних активів і підготовка інформації про випуск сертифікатів;
- визначення фінансової установи, яка буде виконувати функції управителя;
- визначення банків, які будуть виконувати функції керуючих іпотекою;
- затвердження емітентом інформації про випуск сертифікатів;
- державна реєстрація інформації про випуск сертифікатів та випуску сертифікатів;
- оформлення глобального сертифіката, який має відповідати загальному обсягу випуску, і передача його на зберігання до обраного емітентом депозитарію (для бездокументарної форми випуску);
- оприлюднення інформації про випуск сертифікатів;
- замовлення для виготовлення бланків іпотечних сертифікатів (для документарної форми випуску);
- розміщення сертифікатів;
- реєстрація звіту про підсумки випуску сертифікатів;
- оприлюднення звіту про підсумки випуску сертифікатів.

**Емісія іпотечних сертифікатів** здійснюється *окремими випусками*. За кожним випуском іпотечних сертифікатів емітент має прийняти окреме рішення про випуск. Рішенням про випуск іпотечних сертифікатів може бути передбачений розподіл випуску на *транші*. *Транші* - частина одного випуску іпотечних сертифікатів, розміщена в рамках обсягу даного випуску в будь-яку дату протягом періоду розміщення іпотечних сертифікатів даного випуску, що не збігається з датою початку розміщення даного випуску.

**Розміщення іпотечних сертифікатів** здійснюється шляхом проведення відкритого продажу. Оплата сертифікатів при їх розміщенні здійснюється *тільки грошовими коштами*.

Рішення про випуск сертифікатів, умови випуску, обігу та розрахунків за ними приймає виконавчий орган емітента та оформлює це рішення протоколом.

*Обслуговування обігу сертифікатів*, у тому числі депозитарну діяльність щодо цих цінних паперів, здійснює обраний емітентом або управителем банк, який обслуговує іпотечні активи, в Національній депозитарній системі відповідно до законодавства України. Розрахунковим банком щодо операцій з іпотечними сертифікатами має бути банк, обраний емітентом.

Іпотечні сертифікати підлягають *вільному обігу*. Юридичні та фізичні особи мають право **купувати та продавати** сертифікати за ринковою ціною та здійснювати з ними інші операції, що не суперечать інформації про випуск сертифікатів та вимогам закону.

Сертифікати, випущені одним емітентом, можуть підлягати конвертації, якщо це передбачено інформацією про випуск сертифікатів.

**Конвертація сертифікатів** здійснюється емітентом шляхом вилучення з обігу сертифікатів одного випуску, їх анулювання та обміну на сертифікати іншого випуску. Конвертації також підлягають цінні папери, випущені емітентом з метою придбання (набуття) права вимоги за договорами про іпотечний кредит, забезпеченими іпотекою

Державну реєстрацію випусків і проспектів емісії **іпотечних облігацій** здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Дані щодо реєстрації випусків і проспектів емісії іпотечних облігацій вносяться до Державного реєстру випусків цінних паперів в установленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку порядку. Для реєстрації випуску іпотечних облігацій разом з проспектом їх емісії до НКЦПФР подаються реєстр іпотечного покриття та договір про управління іпотечним покриттям. На момент реєстрації випуску іпотечних облігацій іпотечне покриття формується виключно з іпотечних активів.

Умови **розміщення іпотечних облігацій** та вимоги до їх іпотечного покриття визначаються Законом і проспектом емісії. Після розміщення іпотечних облігацій зміни до проспекту емісії можуть вноситися лише за згодою їх власників або управителя.

**Проспект емісії іпотечних облігацій**, що пропонуються для відкритого продажу, підлягає опублікуванню у повному обсязі в офіційному друкованому виданні Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку не менш як за 10 днів до початку відкритого (публічного) розміщення іпотечних облігацій.

На момент **реєстрації випуску** іпотечних облігацій емітент зобов'язаний сформулювати іпотечне покриття, що відповідає вимогам, встановленим законодавством.

Обіг іпотечних облігацій, облік та перехід прав власності на них здійснюються відповідно до вимог, встановлених законодавством.

У разі емісії звичайних іпотечних облігацій договір на депозитарне обслуговування укладає емітент. У разі емісії структурованих іпотечних облігацій договір на депозитарне обслуговування укладає управитель.

### 3. Процес сек'юритизації іпотечних активів

Термін «сек'юритизація» вперше було вжито у 1977 р. головою іпотечного департаменту *Salomon Brothers Льюїсом Ранієрі*, який цим терміном назвав перший випуск забезпечених цінних паперів за іпотечними кредитами. Власне, ці кредити і стали першим типом активів в угодах сек'юритизації через довгостроковий період кредитування, низькі ризики, передбачувані грошові потоки, а також зацікавленість держави у розвитку іпотечного кредитування. Отже, іпотечні кредити стали ідеальним активом для сек'юритизації.

**Сек'юритизація іпотечних активів** – це інноваційна форма рефінансування іпотечних кредитів, яка забезпечує нові способи управління балансом, ліквідністю банку, розподілення його ризиків між учасниками угоди шляхом емісії цінних паперів з іпотечним покриттям.

Існують три основних види (структури) сек'юритизації іпотечних активів:

- 1) класична (позабалансова);
- 2) синтетична (балансова);
- 3) сек'юритизація бізнесу.

**Сек'юритизація за класичною схемою** є процесом структурованого фінансування та перерозподілу ризиків, за якого пул фінансових активів, що відповідає визначеним критеріям, віддається спеціально створеній, захищеній від банкрутства, незалежній компанії спеціального призначення (*SPV*, від англ. *special purpose vehicle*), яка вже від свого імені укладає договори та здійснює випуск забезпечених відступленими активами облігацій (рис. 5.2).

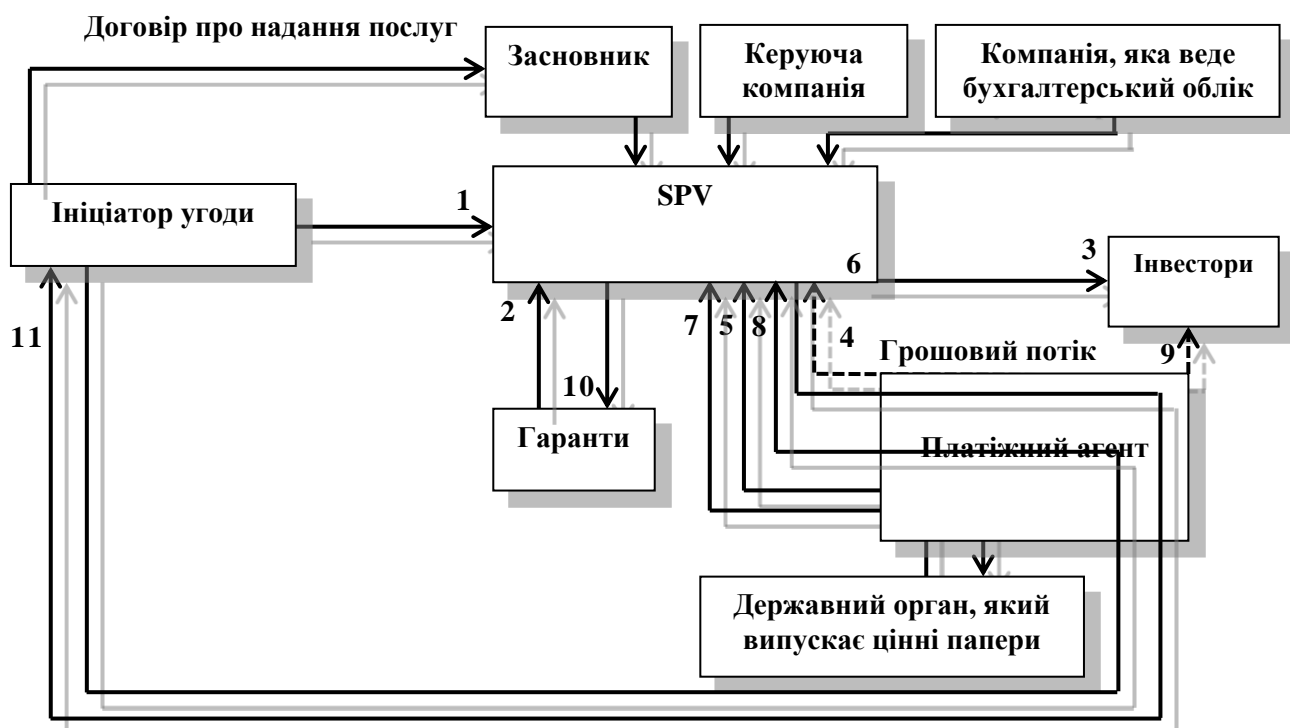


Рис. 5.2. Схема класичної сек'юритизації іпотечних кредитів

Головна ідея класичної сек'юритизації іпотечних активів, полягає в тому, що їх диверсифікований пул набуває юридичної самостійності. Іпотечні активи продаються *SPV* через їх списання з балансу ініціатора угоди. *SPV* зазвичай

засновується в юрисдикції, де не існує серйозних наглядових обмежень і забезпечується податкова нейтральність угоди. Вона має мінімальний власний капітал і фінансує купівлю активів шляхом емісії цінних паперів. Оскільки *SPV* з юридичних та економічних міркувань не має співробітників, виробничих активів, то сама по собі вона не може отримати доступ на ринок капіталу. Тому у структурі угоди зазвичай передбачаються додаткові забезпечувальні елементи, що підвищують її надійність: вони надаються ініціатором угоди або третіми особами, страховими компаніями, банками та ін.

**Синтетична сек'юритизація** передбачає структурування угоди, що здійснюється за допомогою емісії кредитних деривативів. Таку угоду можна представити у вигляді передачі кредитного ризику конкретного зобов'язання або портфеля зобов'язань банком іншій особі. Базову структуру угоди проілюстровано на рис. 5.3.



**Рис. 5.3. Схема синтетичної сек'юритизації іпотечних кредитів**

- 1) передача ризику *SPV* внаслідок укладення договору про кредитно-дефолтний своп (*credit default swap, CDS*);
- 2) надання кредитної підтримки;
- 3) випуск і розміщення синтетичних облігацій, що забезпечені борговими зобов'язаннями (*collateralized debt obligation, CDO*);
- 4) оплата інвесторами отриманих облігацій;
- 5) купівля державних цінних паперів за рахунок коштів, що отримані від емісії *CDO*;
- 6) *SPV* тримає державні цінні папери як заставу по *CDO*;
- 7) купонні платежі за державними цінними паперами;
- 8) передача *SPV* премії з *CDS*;
- 9) виплати по *CDO*;
- 10) плата за кредитну підтримку;
- 11) перерахування залишкового прибутку ініціатору угоди.

За синтетичної сек'юритизації іпотечні активи з балансу не списуються, не покращується коефіцієнт відношення заборгованості до власного капіталу. Якщо головною функцією сек'юритизації іпотечних активів є отримання більш

«дешевих» ресурсів, то синтетичної сек'юритизації – хеджування кредитних ризиків. Її обирають через таке:

- 1) відсутність для ініціатора згоди позичальників продати іпотечні активи;
- 2) єдине бажання ініціатора угоди хеджувати кредитні ризики за відсутності потреби у «дешевому» фінансуванні;
- 3) наявність строгих правових обмежень у проведенні сек'юритизації;
- 4) бажання ініціатора угоди продовжувати кредитні відносини з певними клієнтами або просто залучати нових інвесторів.

Відмінності між цінними паперами, що випускаються для проведення класичної (балансової) та синтетичної (позабалансової) сек'юритизації, наведено у табл. 5.2.

Таблиця 5.2

### Порівняльний аналіз іпотечних цінних паперів

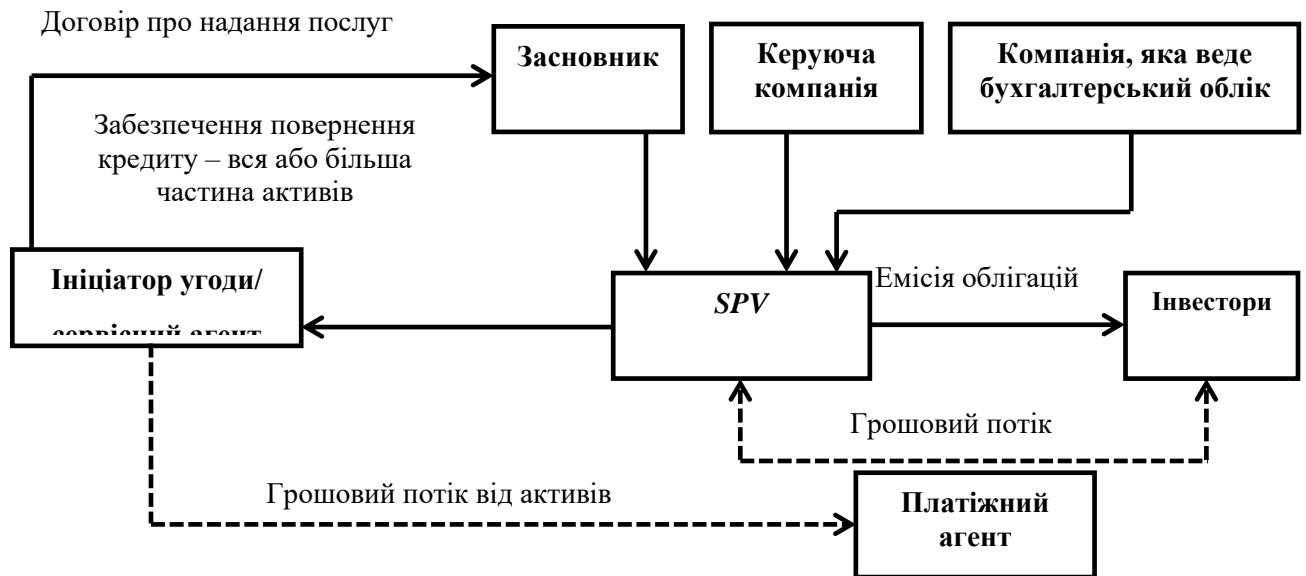
Критерій	Балансова сек'юритизація	Позабалансова сек'юритизація
Джерело платежів інвесторам	Грошовий потік емітента	Грошовий потік від іпотечного покриття
Кредитний ризик	Емітент	Інвестор
Ризик дострокового погашення	Емітент	Інвестор
Ринковий ризик	Інвестор	Інвестор
Кредитна якість	Крім якості активів залежить і від фінансового стану оригінатора	Крім якості активів залежить і від структури угоди
Процентні платежі	Як правило, щоріку	Як правило, щомісяця
Погашення основного боргу	Одноразовим платежем у кінці терміну	Амортизація та дострокове погашення

За балансової сек'юритизації іпотечні активи, що виступають забезпеченням іпотечних облігацій, залишаються на балансі *оригінатора* (первинного кредитора). У разі дефолтів у забезпеченні оригінатор зможе використати інші активи для виконання зобов'язань перед інвесторами. Але при цьому іпотечним облігаціям загрожує бізнес-ризик оригінатора, який крім того бере на себе кредитний ризик та ризик дострокового погашення. Ризик інвестора буде при цьому достатньо невисоким.

Ризики *позабалансової сек'юритизації* розподіляються інакше. З одного боку, іпотечні облігації не підпадають під ризик оригінатора, оскільки емітуються *SPV*. З іншого, – оригінатор передає *SPV* разом із пулом іпотечних кредитів кредитний ризик, ризик дострокового погашення та ринковий ризик, які у підсумку несе інвестор залежно від характеристик обраних інструментів.

**Сек'юритизація бізнесу** – це отримання кредиту, що забезпечений всіма активами, що генеруються бізнесом певної компанії (рис. 5.4).

Зміст цієї техніки полягає в тому, що *SPV* емітує облігації на ринку капіталу та надає залучені кошти у вигляді кредиту ініціатору угоди, який, у свою чергу, погашає кредит за рахунок прибутку від господарської діяльності. Випущені облігації забезпечуються всіма або більшою частиною активів ініціатора угоди. Особливість цієї схеми: *SPV* не купує пул іпотечних активів у ініціатора угоди, а надає кредит, погашення якого забезпечується його бізнесом.



**Рис. 5.4. Схема сек'юритизації бізнесу**

Сек'юритизація іпотечних активів виконує певні функції (табл. 5.3), які у на практиці називають «переваги сек'юритизації» (*securitization benefits*).

*Таблиця 5.3*

**Функції сек'юритизації іпотечних активів**

<b>Функція</b>	<b>Сутність</b>
Рефінансування	оригінатор отримує прибуток через продаж довгострокових активів
Розподільча	активи оригінатора диверсифікуються, відбувається перерозподіл у структурі активів
Санаційна	відбувається управління балансом оригінатора (зменшення навантаження на власний капітал), підвищується його ліквідність, тобто покращується фінансовий стан
Ризик-менеджменту	до пулу активів включаються однорідні кредити, зокрема і з досить високим рівнем ризику неповернення, Натомість оригінатор отримує кошти для подальшого функціонування, що знижує ризик його діяльності через наявність «мертвих» активів
Регулююча	проведення ефективних угод сек'юритизації вимагає від держави, наявності системи її регулювання (відповідної правової бази, стандартизації діяльності учасників угоди тощо)
Стимулююча	сек'юритизація дозволяє відновити кредитування банками, підвищити капіталізацію останніх, активізувати розвиток ринку цінних паперів та фінансового посередництва, сприяє розвитку рейтингових агентств та залученню на внутрішніх та іноземних інвесторів
Соціальна	через використання сек'юритизацією банки можуть знижувати кредитні ставки через рефінансування своєї діяльності, що є дешевшим за інші форми фінансування. Зменшення кредитних ставок веде до здешевлення отримання довгострокових кредитів для населення, тобто підвищує доступність придбання дорого вартісних благ (автомобілі, житло)

Процес сек'юритизації іпотечних активів є дуже складним та багатоаспектним. Кількість і види сторін, які беруть участь у проведенні сек'юритизації іпотечних активів (табл. 5.4), залежать від розміру та складності



угоди, правових та адміністративних умов, характеристики пулу активів. У окремих випадках можуть залучатися інші учасники для виконання допоміжних функцій.

Таблиця 5.4

### Учасники сек'юритизації іпотечних активів

№ з/п	Учасник	Функція
1.	Оригінатор	Власник і «генератор» сек'юритизаційних активів
2.	Продавець	Продає сек'юритизаційні активи
3.	Покупець (емітент)	Спеціально створена юридична особа (SPV), яка купує сек'юритизаційні активи. Покупець фінансує купівлю шляхом емісії цінних паперів, забезпечених активами (у цьому випадку покупець є емітентом)
	Сервісер	Обслуговує сек'юритизаційні активи (часто цю роль залишає за собою оригінатор). У тих випадках, коли сек'юритизується дебіторська заборгованість, він отримує, управляє, а також за необхідності забезпечує стягнення дебіторської заборгованості в судовому порядку
4.	Інвестор	Покупець цінних паперів, що забезпечені активами. Сюди входять пенсійні фонди, банки, інвестиційні фонди відкритого типу, хедж-фонди, страхові компанії, центральні банки, міжнародні фінансові організації та корпорації
5.	Провідний організатор випуску (андерайтер)	Основний дистриб'ютор цінних паперів, що забезпечені активами в рамках конкретної угоди
6.	Рейтингове агентство	Визначає рейтинг цінних паперів, що забезпечені активами
7.	Адміністратор грошових потоків	Надає емітенту банківські послуги та послуги з управління грошовими потоками
8.	Довірена особа	У ролі адміністратора із забезпечення виступає управляючий активами в інтересах емітента, права яких забезпечені (він є держателем активів емітента, переданих йому з метою забезпечення зобов'язань емітента в інтересах інвесторів). У ролі адміністратора з цінних паперів діє від імені держателів цінних паперів, що забезпечені активами
9.	Міжнародний аудитор	Виконує аудиторську перевірку пулу активів, що може вимагатися згідно відповідної угоди
10.	Хедж-провайдер	Здійснює хеджування будь-яких валютних або відсоткових ризиків, що можуть виникнути у емітента
11.	Податковий консультанти	Надають консультації щодо механізму оподаткування угод із сек'юритизації
12.	Юридичні консультанти	Надає консультації щодо правового забезпечення проведення сек'юритизації
13.	Гарант (страхова компанія)	Здійснює страхування ризиків, що можуть виникнути в процесі реалізації сек'юритизації

Наведена на рис. 5.5 систематизація учасників сек'юритизації іпотечних активів демонструє її інноваційний характер.

ЕТАПИ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ	УЧАСНИКИ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ
1. Залучення активів фінансовою установою	Банк, позичальники
2. Формування пулу однорідних активів	Банк
3. Створення SPV	SPV
4. Підготовка угоди (юридичні, податкові консультації тощо)	SPV, юридичні, податкові консультанти, гарант, міжнародні аудитори (за потреби)
5. Передача пулу активів SPV	Банк, SPV, сервісер
6. Отримання оригіном коштів за пул активів	Банк, SPV, сервісер
7. Отримання рейтингу цінних паперів забезпечених активами	Рейтингове агентство, SPV
8. Емісія цінних паперів забезпечених активами	SPV
9. Розміщення цінних паперів забезпечених активами серед інвесторів	SPV, андеррайтер, інвестори
10. Обслуговування цінних паперів забезпечених активами протягом строку їх обігу	SPV, адміністратор грошових потоків, хедж-провайдер та довірена особа (за потреби)
11. Погашення цінних паперів забезпечених активами по закінченню строку їх обігу	SPV, інвестори, довірена особа (за потреби)

**Рис. 5.5. Етапи та учасники сек'юритизації іпотечних активів**

Підготовка угоди з традиційної сек'юритизації іпотечних активів займає близько 15 тижнів та включає багато різних заходів. Це дозволяє проводити унікальні операції та досягнути максимального економічного ефекту для банківських установ, проте зумовлює виникнення певних ризиків.

Усі ризики, що характерні сек'юритизації іпотечних активів, становлять загрозу регулярному надходженню коштів від позичальників до інвесторів. Тому для їх мінімізації використовуються різні способи кредитної підтримки. Їх розрізняють за такими критеріями:

- 1) видом ризиків, що покриваються;
- 2) обсягом забезпечення (ступеня підвищення надійності);
- 3) категорією осіб, які беруть на себе ризик.

За видом ризиків, що покриваються, форми забезпечення поділяють на: підвищення надійності забезпечених цінних паперів і підвищення грошової ліквідності.

За категорією осіб, які беруть на себе ризик, можна виділити три схеми підвищення надійності: заходи, пов'язані зі структуруванням пулу активів; надання забезпечення оригіном або афілійованим з ним підприємством; залучення сторонніх осіб, які надають додаткове забезпечення. Три названі підходи, в свою чергу, можна розділити на прямі і непрямі або ж на зовнішні і внутрішні механізми підвищення надійності.

*Зовнішня кредитна підтримка* – це підтримка сторонніх організацій. Зовнішні способи підвищення кредитної якості можуть існувати в різних формах:

- додаткові гарантії та/або страховки;
- страхове покриття облігацій – зобов'язання страхової компанії покрити 100 % усіх видів втрат за облігаціями незалежно від причини таких втрат;

– акредитив – зобов'язання сторонньої фінансової організації (банку) виплатити частину або повністю основну суму боргу і відсотки у разі дефолту емітента;

– рахунки грошового забезпечення. Під час їх використанні оригінатор отримує кредит у банку та розміщує отримані кошти – зазвичай через той самий банк – у високонадійних короткострокових фінансових інструментах.

*Внутрішня кредитна підтримка* – підтримка, що забезпечується організатором сек'юритизації чи закладена у структуру трансакції, зокрема:

- пред'явлення високих вимог до «якості» і параметрів кредитів;
- зниження ризиків за допомогою формування пулу кредитів, диверсифікованого географічно, за «віком» кредитів і за іншими факторами;
- формування спеціального резервного фонду з надходжень від сек'юритизованих активів;
- видача гарантії самого організатора сек'юритизації;
- надлишкове покриття – вартість сек'юритизованих активів перевищує номінальну вартість емітованих цінних паперів;
- структурування емісії в кілька траншів (субординація).

**Субординація** припускає розміщення в рамках одного випуску забезпечених цінних паперів декількох траншів цінних паперів, власники яких будуть наділені різними правами.

Розрізняють два види траншів – *старші* і *молодші транші*. Відмінності між ними полягають у черговості виконання зобов'язань за ним. Старші транші, зобов'язання за якими виконуються в першу чергу, менш ризикові порівняно з молодшими, оскільки виплати утримувачам молодших траншів починаються тільки після того, як повністю виплачені основний борг і відсотки утримувачам старших.

На сьогодні в Україні сек'юритизація іпотечних активів має досить багато ризиків. Але це не нівелює її фінансового потенціалу для використання вітчизняними банками. Для зменшення рівня ризику при сек'юритизації важливо ретельно проаналізувати фінансовий стан банку, сформувати пул активів і лише потім приймати рішення про доцільність чи недоцільність її здійснення. Для цього варто використовувати певний алгоритм вивчення іпотечних активів на предмет наявності характеристик, достатніх для їхньої сек'юритизації.

Активи потрібно аналізувати з позиції наявності обов'язкових і бажаних характеристик. До обов'язкових належать такі характеристики, без яких здійснення сек'юритизації іпотечних активів неможливе, зважаючи на правове регулювання або наявність технічних труднощів. Бажані включають такі характеристики, відсутність яких не перешкоджає здійсненню сек'юритизації іпотечних активів, але суттєво ускладнює її реалізацію та підвищує вартість її фінансування.

У цілому, за застосування сек'юритизації іпотечних активів вітчизняні банки посилять свої конкурентні позиції на ринку за рахунок таких її переваг:

- трансформація неліквідних активів у ліквідні (гроші);
- розподіл кредитного ризику між іншими учасниками фінансового ринку;
- покращення фінансових показників (спрощується структура балансу за рахунок скорочення кількості боржників);
- зменшення навантаження на власний капітал;

- дешевий метод рефінансування кредитів (завдяки високому забезпеченню позики сек'юритизованими активами, при цьому первинний власник зберігає можливість використовувати дохід від сек'юритизованих активів);
- додатковий сегмент на фінансовому ринку;
- можливість диверсифікації активів.

За наявності у іпотечних активів обов'язкових характеристик і максимальної кількості бажаних сек'юритизація може бути здійснена з мінімальними ризиками та оптимальними витратами, що значно підвищить її доцільність та ефективність для банківської установи.

**Рекомендована література:**

Базова: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

Допоміжна: [7, 8, 9]

Інформаційні ресурси: [4, 5, 6, 7, 8]

## **ТЕМА 6. ОПЕРАЦІЇ З ПОХІДНИМИ ФІНАНСОВИМИ ІНСТРУМЕНТАМИ**

### **План**

1. Загальна характеристика похідних фінансових інструментів.
2. Методики оцінки операцій із похідними фінансовими інструментами.
3. Оцінка параметрів операцій із похідними фінансовими операціями.

**Ключові слова:** похідні фінансові інструменти, строкова угода, деривативи, фінансові деривативи, товарні деривативи, ф'ючерс, форвард, своп, опціон, базовий актив, вартість базового активу, оцінка базового активу, переоцінка базового активу, хеджування, спекуляція.

### **1. Загальна характеристика похідних фінансових інструментів.**

В основі розуміння сутності строкового ринку фінансових інструментів лежить характеристика строкової угоди як основної угоди, що укладається на цьому ринку.

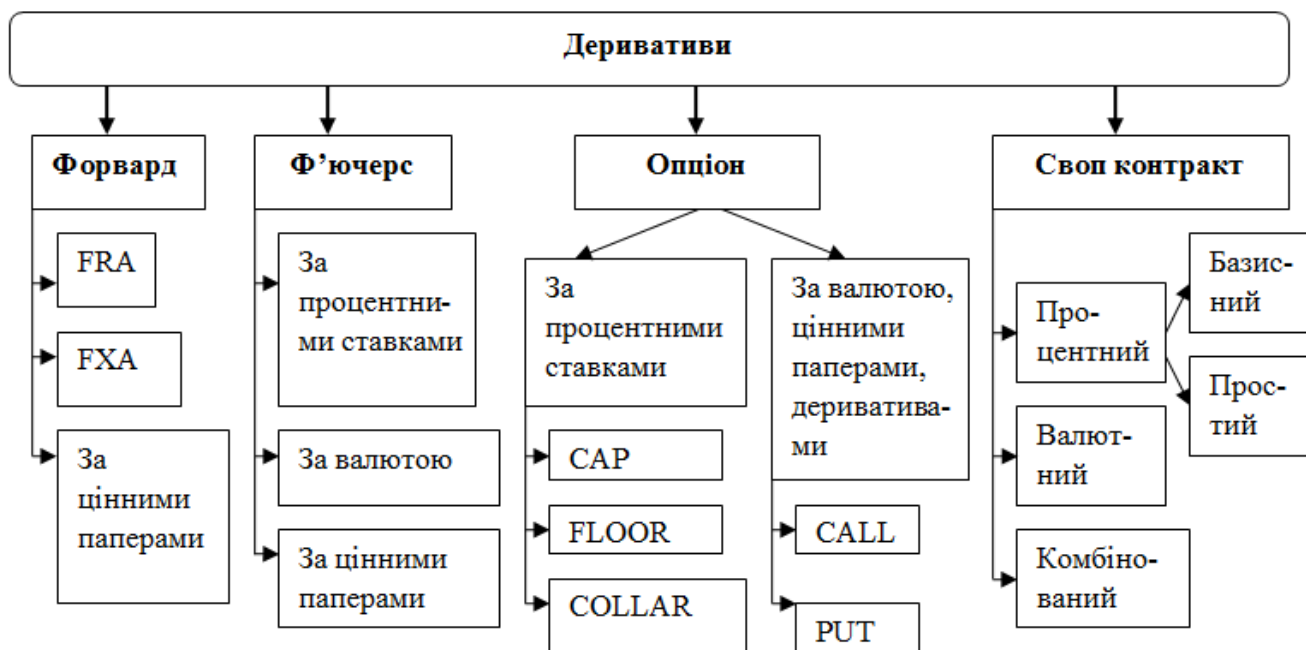
**Строкова угода** – це стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених ним умовах у майбутньому. Його загальновизнаними характеристиками є похідність і строковість. Саме тому строкові інструменти зачасту називають похідними, або деривативами.

За Податковим кодексом України (ст. 14.1.45), *дериватив* – стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати у майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах. Стандартна (типова) форма деривативів і порядок їх випуску та обігу встановлюються законодавством.

Відповідно до П (С) БО 13 «Фінансові інструменти», *похідний фінансовий інструмент* – фінансовий інструмент: 1) розрахунки за яким провадитимуться у майбутньому; 2) вартість якого змінюється внаслідок змін відсоткової ставки, курсу цінних паперів, валютного курсу, індексу цін, кредитного рейтингу (індексу) або інших змінних, що є базисними; 3) який не потребує початкових інвестицій.

У цілому, за типами базових активів деривативи поділяють на **фінансові, товарні** та інші. У першому випадку в у ролі базових виступають різноманітні фінансові активи (валюта, боргові зобов'язання, цінні папери тощо). Щодо товарних деривативів, то базовими активами є товарно-матеріальні цінності (сільськогосподарська продукція, сировина, метали, енергетичні ресурси тощо). Під іншими деривативами зазвичай розуміють похідні інструменти, базовими активами яких виступають інші деривативи, право вимоги або інші активи, базовим показником яких є показники статистичної інформації, а також деривативи, що поєднують ознаки кількох їх видів.

Основу класу похідних фінансових інструментів становлять ф'ючерсні, форвардні, опціонні угоди та свопи (рис. 6.1).



**Рис. 6.1. Види похідних фінансових інструментів**

Одним із найпоширеніших у світі деривативів є *ф'ючерс* – універсальний фінансовий інструмент, що широко використовується в інвестиційних стратегіях. Причини популярності ринку ф'ючерсів полягають у великих можливостях строкового ринку для інвесторів, які переслідують різні цілі. Одні учасники ф'ючерсного ринку отримують прибутки на основі коливань цін на базові активи, не вдаючись до безпосередньої купівлі-продажу самих активів, інші намагаються уникнути ризику цінової нестабільності.

*Ф'ючерс* (англ. *futures*), або *ф'ючерсний контракт* – стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у

визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент виконання зобов'язань сторонами контракту.

Ф'ючерсні контракти стандартизовані щодо кількості, якості базового активу, дати поставки. Вони є біржовими деривативами, а отже, високоліквідними фінансовими інструментами. Їх базовими активами виступають лише певні види товарної продукції або фінансових активів, що можуть торгуватися на біржі. Хеджування за допомогою ф'ючерсних контрактів полягає у паралельному проведенні операцій на спотовому і строковому ринках. Особливістю ф'ючерсних контрактів є не лише стандартизована форма, а й гарантія виконання зафіксованих у них зобов'язань. Вона забезпечується насамперед діяльністю центрального контрагента на ф'ючерсному ринку. Це може бути як окрема спеціалізована структура, так і розрахунково-кліринговий підрозділ біржі, що є контрагентом для кожної сторони деривативної угоди, тобто покупцем для продавця й навпаки, продавцем для покупця ф'ючерсного контракту.

Якщо ф'ючерсний контракт на продаж певного товару не був ліквідований до закінчення строку його дії шляхом придбання офсетного контракту, то продавець цього товару (власник такого контракту) має поставити цей товар. Покупець, який виявив бажання прийняти реальний товар за своїм ф'ючерсним контрактом, одержує складське свідоцтво, за яким і отримує цей товар. Разом із тим власник ф'ючерсного контракту на продаж, наприклад, зерна може ліквідувати його до настання строку поставки базового активу, придбавши відповідний контракт на купівлю тієї самої кількості зерна за цінами, що діють на момент його ліквідації. Отже, існує органічний взаємозв'язок спотових і ф'ючерсних цін. *Ф'ючерсна ціна* являє собою поточну точку зору учасників ринку на вартість товару з поставкою в майбутньому. Таким чином, час та очікування учасників ринку є основними факторами розрізнення цін на реальному й ф'ючерсному ринках. Різниця між цінами на певний товар на реальному (спотовому) і ф'ючерсному ринках називається *базисом*. Загалом ф'ючерсна ціна ґрунтується на спотовій із урахуванням витрат на страхування, зберігання й транспортування продукції, що виступає базовим активом. Учасники торгівлі, беручи до уваги перелічені фактори, проводять операції купівлі-продажу ф'ючерсних контрактів протягом відкритих торгів на біржі. За результатами торгів визначаються ціни, які показують реальний стан ринку, співвідношення попиту та пропозиції на певні види сільськогосподарської продукції. Така цінова інформація надає можливість учасникам ринку оцінити свої позиції та прийняти рішення щодо здійснення подальших операцій купівлі-продажу ф'ючерсних контрактів.

Особливість ф'ючерсного контракту полягає у тому, що сторони зобов'язані виконати його умови. Тобто, якщо у день виконання контракту поточна ціна буде нижчою за ціну поставки, покупець не має права відмовитися від своїх зобов'язань за контрактом і зобов'язаний сплатити за вказану у контракті кількість цінних паперів визначену контрактом суму. В свою чергу, продавець також не має права відмовитись від виконання своїх зобов'язань за контрактом, навіть якщо обумовлена ціна буде нижчою в порівнянні з поточною.

Таким чином, результат для кожної із сторін може бути позитивним або негативним.

Учасниками ф'ючерсного ринку можуть бути будь-які юридичні чи фізичні особи. Безпосередньо брати участь у торгах і укладати угоди на біржі можуть лише фінансові посередники, які мають право проводити операції від свого імені (ділери) чи від імені клієнтів (брокери). Учасники ринку, які не мають права самостійно укладати угоди на ф'ючерсному ринку, звертаються до брокерів, стають клієнтами брокерських контор.

Предметом ф'ючерсного контракту можуть бути реальні товари або такі фінансові інструменти, як іноземна валюта, депозитні сертифікати, банківські депозити, акції, облігації, векселі, довгострокові казначейські зобов'язання, фондові індекси. Обсяги поставки цих фінансових інструментів стандартні (як лоти), що є особливістю ф'ючерсних контрактів.

Одним із видів деривативів, котрі можуть укладатися як на біржовому, так і на позабіржовому ринках, є **опціон** (англ. *option*). Це угода, згідно з якою одна зі сторін (продавець) бере на себе зобов'язання за грошову премію продати певний базовий актив, а друга сторона (покупець) купує та здобуває право протягом зазначеного в умовах опціону терміну або купити, або продати цей базовий актив. Традиційно базовими активами цих контрактів виступають фінансові або інші активи: акції, облігації, товари, індекси, валюта, ф'ючерсні контракти тощо.

За строками виконання розрізняють два види опціонних контрактів: американський та європейський. *Американський опціон* може бути виконаний у будь-який день до строку закінчення контракту. *Європейський* – суворо у день виконання контракту.

Залежно від прав, що надаються власнику (покупцю) опціону, такі деривативи поділяються на опціони на продаж (*put*) та опціони на купівлю (*call*). **Опціон put** надає власникові (покупцеві) опціону право на продаж через визначений час за наперед обумовленою ціною певного виду активу. Продавець опціону *put* зобов'язаний купити цей актив у покупця такого опціону. **Опціон call** надає власнику право на купівлю через визначений час за наперед обумовленою ціною певного активу, який йому зобов'язаний продати продавець опціону.

На відміну від ф'ючерсу чи форварду, що передбачають обов'язковість угоди для обох її учасників, опціон є угодою, яка надає його власникові (покупцеві) право виконати чи не виконати її. Водночас особа, яка виписує опціон (продавець), бере на себе зобов'язання виконати цю угоду. Опціон виконується, коли ситуація на ринку сприятлива для його покупця та не сприятлива для продавця. Останній бере на себе ризики, що пов'язані з несприятливими ціновими змінами на ринку, й за це отримує від покупця винагороду — премію, яку називають ціною опціону. Ціну базового активу, зафіксовану в опціонному контракті, за якою буде продано цей актив, називають **страйковою ціною**, або ціною виконання. Опціони мають також внутрішню вартість. Так, внутрішня вартість опціону *call* – це різниця між спотовою ціною базового активу та ціною виконання опціону, а опціону *put* – різниця між ціною виконання опціону та спотовою ціною базового активу.

**Форвард** (англ. *forward*), або **форвардний контракт**, — це угода між двома сторонами, за якою одна сторона зобов'язується у визначений момент часу в майбутньому продати певний базовий актив, а друга — купити цей актив за ціною та на умовах, зафіксованих в угоді на визначену дату в майбутньому.

Відповідно до Податкового Кодексу України (ст. 14.1.45.3), *форвардний контракт* – цивільно-правовий договір, за яким продавець зобов'язується у майбутньому в установлений строк передати базовий актив у власність покупця на визначених умовах, а покупець зобов'язується прийняти в установлений строк базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену таким договором.

Усі умови форвардного контракту визначаються контрагентами в момент його укладання, тобто наперед. Такі контракти відносять до твердих строкових угод, тобто вони є обов'язковими до виконання обома контрагентами. При цьому форварди належать до позабіржових деривативів оскільки передбачають індивідуальні умови укладання контракту. Дата підписання форвардного контракту називається датою угоди, дата, на яку учасники домовляються здійснити операцію купівлі-продажу базового активу, — датою платежу, або датою розрахунків. Ціну активу, зафіксовану у форвардному контракті, називають ціною поставки чи форвардною. Що ближче дати поставки, то меншою є різниця між цінами на ринку спот і форвардними цінами. Базовими активами у форвардних контрактах можуть виступати різноманітні матеріальні або фінансові активи, валюта, процентні ставки, біржові індекси тощо.

Умови форвардного контракту інколи передбачають штрафні санкції за його невиконання. Проте сплата штрафу, як правило, відбувається в разі виникнення певної ситуації на ринку, тому теоретично гарантій виконання такого контракту не існує. Форварди зазвичай укладаються з метою реальної поставки (купівлі чи продажу) відповідного активу для зменшення впливу можливих несприятливих цінових змін на цей актив. Причому пересічному учасникові ринку, котрий є продавцем або покупцем певних матеріальних чи фінансових активів, ринок форвардних угод дає змогу спланувати свої майбутні грошові надходження або витрати та знати їх точну величину, незважаючи на зміни в ринковій кон'юктурі. Крім того, форвардний контракт означає для виробника гарантований продаж продукції у визначений момент у майбутньому за наперед обумовленою ціною, а для покупця — гарантоване надходження продукції в потрібний для нього час і з наперед визначеними витратами на її придбання. Індивідуальний характер укладення форвардного контракту надає можливість досить точно хеджувати фінансовий ризик визначенням будь-якого виду базового активу, суми угоди й термінів, котрі відповідають потребам сторін. Таким чином, при хеджуванні цим деривативом є можливість укласти форвардний контракт на потрібну кількість базового активу та на необхідний хеджеру період. Водночас позабіржовий характер форвардних контрактів зумовлює відсутність плати (комісійних) за їх укладання, тобто вартість використання форварду є невисокою. Форвардні контракти мають і свої недоліки, головний із яких — недостатня ліквідність. Обов'язковість виконання не дає змоги достроково розірвати контракт або змінити його умови, а індивідуальність — перепродати його. Як наслідок, форвардні контракти мають низьку ліквідність, а ризик невиконання зобов'язань за ними досить високий. В Україні форвардні контракти активно використовуються на зерновому ринку задля державної підтримки сільського господарства. Уперше їх було запроваджено у 2008 р. у рамках програми форвардних закупівель зерна державою.

Ще одним деривативом із тривалим терміном виконання є *своп* (англ. *swap*), що є угодою між двома контрагентами, котра містить зобов'язання сторін щодо



здійснення в майбутньому платежів (одноразових чи періодичних) відповідно до визначених у контракті умов.

Відповідно до Податкового Кодексу України (ст. 14.1.45.1), *своп* – це цивільно-правова угода про здійснення обміну потоками платежів (готівкових або безготівкових) чи іншими активами, розрахованими на підставі ціни (котирування) базового активу в межах суми, визначеної договором на конкретну дату платежів (дату проведення розрахунків) протягом дії контракту.

Своп фіксує дати обміну платежами та спосіб їх обчислення виходячи з майбутньої ціни певного базового активу. Фінансові розрахунки за свопами проводяться протягом дії свопових угод за визначеним розкладом. Виконання зобов'язань за свопами може супроводжуватися відчуженням або обміном базового активу, з яким пов'язані розрахунки з обчислення платежу.

Відповідно розрізняють процентні, валютні й товарні свопи. **Процентний своп** — це угода між двома контрагентами про обмін процентними платежами в розрахунку на визначену суму з метою встановлення нижчих витрат запозичення. На практиці розрізняють два типи процентних свопів:

1) прості, що передбачають обмін фіксованої процентної ставки на змінну або навпаки;

2) базисні, коли змінна процентна ставка обмінюється на таку саму, тільки розраховану на основі іншої базової ставки.

Зміст **валютного свопу**, або свопу з крос-курсами валют, полягає в обміні процентних платежів і номіналу в одній валюті на процентні платежі й номінал у іншій валюті.

**Товарні свопи** — це угода двох сторін щодо обміну певної суми грошей (котра визначається фіксованою ціною якогось товару) на змінну суму грошей, що базується на ринковій ціні цього товару. Якщо фіксована сума коштів у обумовлений у контракті момент часу перевищує змінну, то різниця передається стороні, котра має сплатити змінну ціну товару, й навпаки. Товарні свопи використовуються для хеджування ризику зміни ринкової ціни товару. Свопові угоди укладаються як на організованому ринку, так і поза ним. Їхньою головною особливістю є взаємовигідність, адже завдяки проведенню операцій обміну обидві сторони досягають поставленої мети. Свопові угоди укладаються тоді, коли потенційні учасники мають намір скористатися такими можливостями другої сторони, яких самі вони не мають. Отже, переваги від такої угоди отримують обидва учасники, жоден із них не програє й не виграє, завдяки чому вдається зменшити вартість операції. При цьому свопові угоди є порівняно недорогими інструментами хеджування ризиків: за здійснення операції зацікавлена сторона сплачує комісійну винагороду в розмірі, що зазвичай не перевищує 1 % суми угоди. Порівняно з іншими деривативами свопи мають низку переваг: вони можуть максимально враховувати індивідуальні потреби обох сторін; укладаються на будь-який період і базовий актив; їхня вартість значно нижча за вартість інших інструментів хеджування, наприклад опціонів.

## 2. Методики оцінки операцій із похідними фінансовими інструментами

Для того, щоб визначити, за якою вартістю слід оцінювати, переоцінювати та списувати похідний фінансовий інструмент, потрібно чітко знати, з якою метою здійснювалася операція з його використанням: задля хеджування або спекуляції, оскільки залежно від цього використовуватимуться різні підходи до оцінки та переоцінки.

**Хеджування** – це застосування одного чи декількох інструментів хеджування з метою повної чи часткової компенсації змін справедливої вартості об'єкта хеджування або пов'язаного з ним грошового потоку. У свою чергу, під **інструментом хеджування** розуміють похідний фінансовий інструмент, фінансовий актив або фінансове зобов'язання, справедлива вартість яких і грошові потоки від яких, як очікується, компенсуватимуть зміни справедливої вартості або потоку грошових коштів об'єкта хеджування.

**Об'єктом хеджування** є актив, зобов'язання або майбутня операція, що створюють для підприємства ризик зміни вартості цих активів і зобов'язань або зміни грошових потоків, пов'язаних з майбутньою операцією. Отже, можна стверджувати, що операції хеджування – це операції, які здійснюються із застосуванням одного чи декількох похідних фінансових інструментів з метою компенсації змін вартості об'єкта хеджування. Об'єктом хеджування виступає базовий актив за деривативом.

Для того, щоб операція з похідним фінансовим інструментом визнавалася операцією хеджування, повинні бути мані наступні умови:

1) на початку хеджування оформлена документація про відносини хеджування, про цілі управління ризиком, про стратегію цього виду хеджування. Документацією має бути визначено інструмент хеджування, сутність ризику, що хеджується, та спосіб оцінки ефективності інструмента хеджування;

2) очікується, що значення коефіцієнта ефективності хеджування буде в межах 0,8-1,251;

3) справедливу вартість або грошові потоки від об'єкта хеджування та справедливу вартість інструмента хеджування можна достовірно оцінити;

4) існує висока імовірність здійснення прогнозованої операції, яка є об'єктом хеджування грошових потоків;

5) на основі постійної оцінки ефективності хеджування протягом звітного періоду встановлено фактичне значення коефіцієнта ефективності хеджування в межах 0,8-1,25.

Якщо операція не відповідає наведеним вимогам, вона визнається як така, що здійснена з іншою метою, ніж хеджування, тобто, є спекулятивною.

Відповідно до п.29 П(С)БО13 “Фінансові інструменти” фінансові інструменти *первісно оцінюють* та відображають за їх фактичною собівартістю, яка складається із справедливої вартості активів, зобов'язань або інструментів власного капіталу, наданих або отриманих в обмін на відповідний фінансовий інструмент, і витрат, які безпосередньо пов'язані з придбанням або вибуттям фінансового інструменту (комісійні, обов'язкові збори та платежі при передачі цінних паперів тощо).

Іншими словами, похідний фінансовий інструмент оцінюється за первісною вартістю, яка складається з вартості базового активу та витрат, які понесло

підприємство у зв'язку з укладанням строкової угоди. При цьому мета здійснення операцій з дериватом не береться до уваги.

Щодо переоцінки похідних фінансових інструментів, то вона здійснюється на кожну наступну після визнання дату балансу. **Переоцінка здійснюється за справедливою вартістю деривативів, а якщо справедливу вартість неможливо достовірно визначити, тоді застосовується собівартість.**

**Існує три основні методи оцінки справедливої вартості похідних фінансових інструментів:**

– справедлива вартість похідного інструменту визначається з огляду на поточну ринкову ціну аналогічного інструменту;

– справедлива вартість фінансових деривативів визначається за результатами аналізу майбутнього потоку грошових коштів із застосуванням техніки дисконтування;

– справедлива вартість похідного фінансового інструменту визначається на основі розрахунків, проведених за однією з аналітичних моделей.

Дані методи є доволі складними у застосуванні. При визначенні справедливої вартості похідних фінансових інструментів задіяні, як правило, не бухгалтери, а фінансові аналітики. Таким чином, застосування наведених методик потребують великої освіченості, знань та практики у вирішенні фінансових питань.

*Спрощений варіант визначення справедливої вартості похідних фінансових інструментів, який, можливо, не буде так само достовірно відображати справедливу вартість деривативів, як наведені вище методи, проте максимально наблизить її до значення, розрахованого за складними формулами. До того ж, дані складні методи мають також суттєві недоліки та неточності.*

Спрощена методика визначення справедливої вартості похідних фінансових інструментів передбачає застосування методу оцінки залежно від виду деривативу (таблиця 6.1).

Інформацію для визначення справедливої вартості біржових деривативів надає Клірингова палата, яка кожен день проводить переоцінку позицій за деривативами. Проте для позабіржових інструментів такий метод застосувати неможливо через відсутність достовірної інформації щодо зміни цін. Слід також зазначити, що даний метод визначення справедливої вартості можна застосовувати для всіх біржових деривативів незалежно від мети здійснення операцій з ним.

Щодо позабіржових деривативів, то тут загальний метод застосувати не можна. Кожен похідний фінансовий інструмент має суттєві відмінності один від одного, тому кожен з них потребує застосування окремого підходу. Крім того потрібно враховувати й мету здійснення операцій з ним.

Таблиця 6.1

Метод визначення справедливої вартості	Похідні фінансові інструменти				
	Позабіржові			Біржові	
	Форвард	Опціон	Своп	Ф'ючерс	Опціон
За котирувальною ціною	Неможливо застосувати, оскільки дані інструменти не котируються на біржі, а, отже, неможливо об'єктивно визначити зміну їх вартості			За інформацією, наданою Кліринговою палатою на останній день, перед датою складання балансу. У випадку, коли існує ціна продавця і ціна покупця Л.О. Примітка рекомендує виходити з наступного: якщо дериватив призведе до виникнення активів, то для його оцінки слід використовувати ціну покупця, а якщо передбачається виникнення зобов'язань – ціну продавця [9, с. 192]	
За ринковими цінами на базовий актив (лише для цілей хеджування)	За основу береться спотова ціна базового активу	Враховується зміна вартості базового активу з урахуванням суми премії	Не доцільно застосовувати	Інші методи недоцільно застосовувати через високий ступінь суб'єктивності в оцінці порівняно з умовно <sup>4</sup> об'єктивною інформацією Клірингової палати.	
Порівняльний метод (лише для спекулятивних операцій)	Вартість укладеного контракту зіставляється з сумою, яку можна виручити від його продажу		Не доцільно застосовувати		
Інші загально визнані фінансові методи	Не можуть бути застосовані на малих та середніх підприємствах, де штатний розпис через особливості діяльності не передбачає посаду фінансиста або аналітика		Застосовуються в обов'язковому порядку. Вибір конкретного методу здійснюється на розсуд керівника підприємства або фінансового директора	Доцільно та економічно вигідно застосовувати, якщо підприємство має у своєму складі фінансиста або аналітика	

### 3. Оцінка параметрів операцій із похідними фінансовими операціями

Якщо вартість базового активу за похідним фінансовим інструментом на момент укладення контракту достовірно визначити неможливо, слід виходити з його собівартості. Якщо ж собівартість у даний момент також не може бути визначена, слід, виходити з планової собівартості.

$$ПВ_{ПФІ} = B_{б.а.} + T_{\epsilon},$$

де:

$ПВ_{ПФІ}$  – первісна вартість похідного фінансового інструменту;

$B_{б.а.}$  – вартість базового активу;

$T_{\epsilon}$  – трансакційні витрати.

**Приклад 6.1.** Трейдер придбав опціони put та call одного фінансового інструменту зі страйком \$100. Премія за опціоном put становить \$5, а за опціоном call - \$6. Розрахуйте точки безбитковості цієї стратегії

*Розв'язання:*

Витрати на формування стратегії:  $\$5 + \$6 = \$11$ .

Точки безбитковості:  $\$100 + \$11 = \$111$  та  $\$100 - \$11 = \$89$ .

**Приклад 6.2.** Хеджер придбав опціон put на акцію, яка є у його розпорядженні. Сплачена премія - \$5, а страйк - \$60. Чи вигідним є виконання опціону, якщо на ринку спот ціна акції становить \$58? Розрахуйте фінансовий результат хеджера, якщо він придбав акцію за \$50.

*Розв'язання:*

Ціна на ринку є нижчою страйка, отже виконувати опціон вигідно.

Загальний фінансовий результат:  $\$60 - \$50 - \$5 = \$5$ .

**Приклад 6.3.** Значення індексу біржі становить \$1000, а гарантійне забезпечення по ф'ючерсу на індекс – 5%. Яку максимальну кількість ф'ючерсів можна придбати на \$3000?

*Розв'язання:*

Гарантійне забезпечення на один ф'ючерс:  $\$1000 * 0,05 = \$50$

Максимальна кількість ф'ючерсів:  $\$3000 / \$50 = 60$  штук.

При укладенні форвардного договору з метою хеджування його вартість конкретно визначається і не може бути змінена. Тому доцільною є переоцінка базового активу, а не деривативу, так як підприємство не має права його реалізувати, а, отже, отримати додаткову економічну вигоду через зміну вартості. Справедлива вартість базового активу може бути визначена через його ринкову вартість. На сьогодні це не проблематично, хоча, дещо суб'єктивно, оскільки оцінка за ринковою вартістю здійснюється лише за професійним судженням бухгалтера.

Якщо ж форвард придбаний з метою спекуляції, то визначати його справедливу вартість можна шляхом зіставлення вартості форварду, укладеного з метою спекуляції, з сумою, яку можна виручити від його продажу.

$$СПВ_{ф.с.} = B_{ф} + C_{ф}$$

де:

СПВф.с. – справедлива вартість форварду, придбаного з метою спекуляції;

$B_{ф}$  – вартість форварду, придбаного з метою перепродажу (з урахуванням премії);

$C_{ф}$  – сума, яку можна виручити від продажу форварду.

Для того, щоб визначити суму, яку можна виручити від продажу форварду (якщо вона на момент переоцінки достовірно невідома) можна використати інформацію Клірингової палати за аналогічними (або схожими) угодами.

Щодо опціону, то питання оцінки є складнішим, оскільки його вартість визначається багатьма факторами.

Зокрема, три найголовніші з них:

1) ціна базового активу;

2) страйк опціону;

3) час, який залишився до кінця строку дії опціону.

Дані фактори формують внутрішню та часову вартість опціону. **Внутрішня вартість** формується шляхом зіставлення спот (ринкової) ціни аналогічного опціону, який обертається на біржі, та страйком опціону. Така вартість може бути більшою або дорівнювати нулю.

**Часову вартість опціону** визначити складніше. Вона визначається частиною премії, яка фактично є виразом ризиків, пов'язаних з опціоном. На її величину

впливають дуже багато факторів, найголовніші з яких – це час і вартість базового активу, очікування учасників ринку, швидкість з якою зростає або падає вартість базового активу тощо.

Для того щоб визначити вартість переоцінки слід брати до уваги мету здійснення операції з похідним фінансовим інструментом. Якщо опціон використовується з метою хеджування, то вартість, за якою він буде переоцінюватися доцільно визначати за наступною формулою.

$$СПВ_{o.x.} = V_{б.а.} + П$$

де:

СПВо.х.– справедлива вартість опціону, придбаного з метою хеджування;

Вб.а. – ринкова вартість базового активу;

П – сума премії, що була сплачена (отримана) за укладення опціону.

Застосування наведеної формули економічно обґрунтовано, оскільки вона не враховує очікуваний спекулятивний прибуток, а відображає зміну лише справедливої вартості базового активу. Використання опціону з метою спекуляції вимагає перегляду алгоритму визначення його справедливої вартості, оскільки головним показником тут виступає не вартість базового активу, а дохід, який може бути отриманий від перепродажу опціону. Таким чином, переоцінюватися слід як внутрішню, так і часову вартість опціону. Існують спеціальні формули розрахунку вартості опціону, проте вони носять приблизний характер, і часто ціна опціону розрахована за формулою дуже істотно відрізняється від реальної ціни на ринку.

Оскільки алгоритм визначення вартості доволі складний та неточний, застосувати алгоритм, сформований для визначення вартості форварду, укладеного з метою спекуляції:

$$СПВ_{o.c.} = V_n + C_o$$

де:

СПВо.с.– справедлива вартість опціону, придбаного з метою спекуляції;

Вп – вартість опціону, придбаного з метою перепродажу (з урахуванням премії);

Со – страйк опціону.

Страйк опціону можна визначити на основі інформації Клірингової палати на аналогічний або, за відсутності, схожий опціон. Тобто, при оцінці застосовуватиметься суб'єктивне судження бухгалтера.

Щодо свопу, то розглядати вартість, за якою його слід переоцінювати не є доцільним, оскільки відповідно до п.18 П(С)БО13 “Фінансові інструменти” більшість різновидів свопу розглядається як вид кредиту, який не є фінансовим інструментом, що суперечить, у свою чергу, міжнародним нормам.

Для визначення справедливої вартості біржових та інших деривативів зі стандартизованими характеристиками Національний банк використовує ринковий підхід та відкриті вхідні дані першого та другого рівнів. Ринковий підхід використовує ціни та іншу доречну інформацію, що отримується на підставі операцій з ідентичними або подібними деривативами на ринку.

Курс деривативу визначається за такою формулою:

$$p = \frac{P}{PMF} \times 100$$

де:

p–курс деривативу станом на дату оцінки;

P–справедлива вартість деривативу станом на дату оцінки;

PMF–фактор множення позиції для деривативу.

### **Рекомендована література:**

Базова: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

Допоміжна: [1, 3, 7, 8]

Інформаційні ресурси: [4, 5, 6, 7, 8]

## **ТЕМА 7. РИЗИКИ ОПЕРАЦІЙ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ**

### **План**

1. Сутність та види ризиків, що виникають під час здійснення операцій з цінними паперами.
2. Способи зниження ризиків при здійсненні операцій з цінними паперами.
3. Ідентифікація та оцінка ризиків під час здійснення операцій з цінними паперами.

**Ключові слова:** ризик, невизначеність, фінансовий ризик, оцінка ризику, рівень ризику, управління ризиком, ідентифікація ризиків, фінансовий ризик, ризик неплатежу, ризик ліквідності, ризик портфелю, дюрація, коефіцієнт бета, модель МОКА.

### **1. Сутність та види ризиків, що виникають під час здійснення операцій з цінними паперами**

**Ризик** - це термін для позначення мінливості й невизначеності, пов'язаної з вартістю інвестицій наприкінці періоду, для позначення непевності й невизначеності одержання доходу від цих інвестицій.

**Призначення аналізу ризику** - одержати необхідні дані для ухвалення рішення про доцільність участі в проекті й передбачити при цьому заходи щодо захисту від можливих фінансових втрат. Ризик існує завжди, він об'єктивний. Розуміючи це й уміючи оцінити величину ризику, учасники ринку можуть значною мірою уникнути неприємностей, мінімізувати фінансові втрати.

**Аналіз ризиків** можна класифікувати на 2 (два) основних **види**:

- **кількісний аналіз** дозволяє оцінити чисельне значення розмірів окремих ризиків і ризику проекту або конкретного цінного паперу;
- **якісний аналіз** дозволяє оцінити фактори ризику, ризик етапів, робіт і операцій, при виконанні яких ризик виникає, тобто виділити потенційні області й дії ризику.

Будь-який **фінансовий ризик** складається із 2 (**двох**) *компонентів*:

- 1) *систематичний ризик*;
- 2) *несистематичний ризик*.

**Систематичний (недиверсифікований) ризик** показує, у якому ступені проявляється ризик, який пов'язаний із загальним характером поведінки ринку, це ризик падіння ринку цінних паперів у цілому (зниження цін на ньому). Цей ризик властивий практично всім цінним паперам, і його не можна знизити шляхом збільшення числа й видів цінних паперів, наявних у портфелі (шляхом диверсифікованості портфеля). Цей вид ризику вважається ринковим ризиком, і на ринку цінних паперів він пов'язаний із мінливістю цін на акції даного емітента, що викликано загально ринковими коливаннями цін. Уважається, що цей ризик піддається певному прогнозуванню шляхом аналізу загального стану ринку, про який можна судити з біржових індексів. Як індикатор цього ризику приймається коефіцієнт  $\beta$  (бета).

**Несистематичний (диверсифікований) ризик** - це ризик, який пов'язаний із володінням цінним папером конкретного емітента, його називають неринковим ризиком. Цей вид ризику властивий конкретному об'єкту інвестування або діяльності конкретного інвестора. Він є результатом впливу внутрішніх факторів діяльності об'єкта інвестування, і негативні наслідки цього ризику можуть бути деякою мірою нівельовані. Для інвестора цей ризик можна знизити шляхом диверсифікованості портфеля, тобто шляхом формування оптимального портфеля цінних паперів різних емітентів. Несистематичний компонент ризику показує, у якому ступені прояви ризику незалежні від загальної поведінки ринку.

Для інвестора ціна капіталу є доходом, який він отримує від вкладення інвестицій у фінансові активи, для емітента - фінансовими витратами, які він повинен виплатити інвестору в процентах до отриманого капіталу. Ціна капіталу визначається попитом і пропозицією, які залежать на фінансовому ринку від багатьох факторів, особливо від ризиків. Дохід, на який розраховує інвестор, визначається не тільки кон'юнктурою ринку, але й надійністю фінансових активів, у які вкладаються грошові кошти. Формується структура процентних ставок, що встановлюються відповідно до строків цінних паперів, їх ліквідності, можливості у визначений час заплатити борг та інших факторів.

*Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками*, прийняте НКЦПФР 01.10.2015 № 1597 визначає основні види ризиків, що виникають під час торгівлі цінними паперами.

До ризиків, які можуть виникати при провадженні професійної діяльності на фондовому ринку, належать такі їх види:

**1) загальний фінансовий ризик (ризик банкрутства)** - ризик неможливості продовження діяльності підприємства, який може виникнути при погіршенні фінансового стану підприємства, якості його активів, структури капіталу, при виникненні збитків від його діяльності внаслідок перевищення витрат над доходами;

**2) ризик ліквідності** - ризик виникнення збитків в установи у зв'язку з неможливістю своєчасного виконання нею в повному обсязі своїх фінансових



зобов'язань, не зазнавши при цьому неприйнятних втрат, внаслідок відсутності достатнього обсягу високоліквідних активів.

**3) операційний ризик** - ризик виникнення збитків, які є наслідком недосконалої роботи внутрішніх процесів та систем установи, її персоналу або результатом зовнішнього впливу.

*Операційний ризик включає:*

✓ **ризик персоналу**, пов'язаний з діями або бездіяльністю працівників установи (людським фактором), включаючи допущення помилки при проведенні операції, здійснення неправомірних операцій, пов'язане з недостатньою кваліфікацією або із зловживанням персоналу, перевищення повноважень, розголошення інсайдерської та/або конфіденційної інформації та інше;

✓ **інформаційно-технологічний ризик**, пов'язаний з недосконалою роботою інформаційних технологій, систем та процесів обробки інформації або з їх недостатнім захистом, включаючи збій у роботі програмного та/або технічного забезпечення, обладнання, інформаційних систем, засобів комунікації та зв'язку, порушення цілісності даних та носіїв інформації, несанкціонований доступ до інформації сторонніх осіб та інше;

✓ **правовий ризик**, пов'язаний з недотриманням установою вимог законодавства, договірних зобов'язань, а також з недостатньою правовою захищеністю установи або з правовими помилками, яких припускається установа при провадженні діяльності;

**4) ризик втрати ділової репутації (репутаційний ризик)** - ризик виникнення збитків, пов'язаних зі зменшенням кількості клієнтів або контрагентів установи через виникнення у суспільстві несприятливого сприйняття установи, зокрема її фінансової стійкості, якості послуг, що надаються установою, або її діяльності в цілому, який може бути наслідком реалізації інших ризиків;

**5) стратегічний ризик** - ризик виникнення збитків, які пов'язані з прийняттям неефективних управлінських рішень, помилками, які були допущені під час їх прийняття, а також з неналежною реалізацією рішень, що визначають стратегію діяльності та розвитку установи;

**6) кредитний ризик** - ризик виникнення в установи фінансових втрат (збитків) внаслідок невиконання в повному обсязі або неповного виконання контрагентом своїх фінансових зобов'язань перед установою відповідно до умов договору. Розмір збитків у цьому випадку пов'язаний із сумою невиконаного зобов'язання;

**7) ринковий ризик** - ризик виникнення фінансових втрат (збитків), які пов'язані з несприятливою зміною ринкової вартості фінансових інструментів у зв'язку з коливаннями цін на чотирьох сегментах фінансового ринку, чутливих до зміни відсоткових ставок: ринку боргових цінних паперів, ринку пайових цінних паперів, валютному ринку і товарному ринку.

*Ринковий ризик включає:*

✓ **процентний ризик**, пов'язаний з негативними наслідками коливання цін на боргові цінні папери та похідні фінансові інструменти процентної ставки;

✓ **пайовий ризик**, пов'язаний з негативними наслідками коливання цін на пайові цінні папери та похідні фінансові інструменти, базовим активом яких є такі цінні папери;

✓ **валютний ризик**, пов'язаний з негативними наслідками коливання курсів іноземних валют та золота;

✓ **товарний ризик**, пов'язаний з негативними наслідками коливання цін на похідні фінансові інструменти, базовим активом яких є товари;

Особливим видом ризику є **системний ризик** - ризик виникнення збитків у значної кількості установ, який обумовлений неможливістю виконання ними своїх зобов'язань у зв'язку з невиконанням (несвоєчасним виконанням) зобов'язань однією установою внаслідок реалізації у неї кредитного ризику, ризику ліквідності або іншого ризику. Системний ризик несе загрозу порушення діяльності всієї фінансової системи.

Установи залежно від специфіки своєї діяльності можуть визначати інші види ризиків, що впливають на їх діяльність.

Загальний фінансовий ризик, операційний ризик, репутаційний ризик та стратегічний ризик властиві всім установам незалежно від виду професійної діяльності на фондовому ринку, який вони здійснюють.

Інші види ризиків, такі як кредитний, ринковий та ризик ліквідності, є характерними для окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку.

Для професійних учасників фондового ринку, що провадять діяльність з торгівлі цінними паперами, істотними є кредитний, ринковий, операційний ризику та ризик ліквідності.

## **2. Способи зниження ризиків при здійсненні операцій з цінними паперами**

Для ефективного запобігання та мінімізації впливу ризиків установа має розробити власну систему відповідних заходів, що відповідає обсягу та характеру діяльності такої установи, з урахуванням її профілю ризиків.

*До елементів внутрішньої системи заходів із запобігання та мінімізації впливу ризиків установи належать:*

- система управління ризиками (далі - СУР);
- внутрішній аудит (контроль);
- корпоративне управління.

**Головними завданнями СУР є:**

- ідентифікація ризиків, визначення профілю ризиків установи;
- якісне та кількісне оцінювання ризиків, виявлення істотних ризиків;
- вимірювання ризиків;
- визначення заходів із запобігання та мінімізації впливу ризиків;
- реалізація заходів з управління ризиками;
- постійний моніторинг ризиків;
- контроль за прийнятним для установи рівнем ризику;
- проведення моделювання та прогнозування процесів і майбутніх результатів діяльності установи на основі аналізу інформації та оцінки ризиків;
- визначення ефективності СУР та її удосконалення;
- надання оперативної, а також періодичної звітної інформації з питань управління ризиками виконавчому органу установи.

Залежно від виду професійної діяльності на фондовому ринку, який здійснює установа, від обраної стратегії в межах певного виду діяльності, а також від особливостей та обсягу діяльності кожна установа визначає свій профіль ризиків.

До **заходів з мінімізації впливу загального фінансового ризику** (ризиків банкрутства) установи можна віднести контроль за фінансовим станом підприємства, якістю його активів, структурою капіталу й відповідне коригування у разі появи ознак їх погіршення.

До **заходів з мінімізації впливу ризику персоналу** як складової операційного ризику можна віднести:

- виважену політику підбору кваліфікованих кадрів, зокрема встановлення жорсткіших критеріїв відбору персоналу та додаткових вимог до його кваліфікації та дисциплінованості;
- проведення навчання та підвищення кваліфікації персоналу;
- обмеження доступу до інсайдерської інформації та інформації з обмеженим доступом;
- перевірку правомірності та безпомилковості проведених операцій;
- чітке розмежування повноважень та обов'язків окремих структурних підрозділів, а також окремих працівників у складі підрозділу, регламентування їх повноважень та обов'язків відповідними положеннями про структурні підрозділи та посадовими інструкціями працівників;
- контроль за дотриманням визначених відповідними положеннями про структурні підрозділи та посадовими інструкціями працівників повноважень та обов'язків, зокрема шляхом створення системи внутрішнього аудиту (контролю);
- наявність внутрішніх інструкцій установи, що регламентують порядок взаємодії окремих структурних підрозділів установи між собою у процесі здійснення діяльності, у тому числі при суміщенні установою декількох видів професійної діяльності на фондовому ринку, що вимагає їх провадження окремими структурними підрозділами установи;
- встановлення ефективних процедур вирішення корпоративних та особистих конфліктів, зокрема шляхом використання елементів корпоративного управління.

До **заходів з мінімізації впливу інформаційно-технологічного ризику** як складової операційного ризику можна віднести:

- використання надійних технічних, програмних, інформаційних, технологічних систем і засобів комунікації та зв'язку, які відповідають кількості, складності та обсягу операцій установи;
- забезпечення безперебійного функціонування програмно-технічних засобів та обладнання, за допомогою яких здійснюється операційна діяльність установи, у тому числі безперебійного електроживлення;
- застосування засобів захисту інформації на всіх етапах її обробки та зберігання;
- дублювання та архівування інформації;
- організацію контролю доступу до інформації та приміщень установи сторонніх осіб.

**До заходів з мінімізації впливу правового ризику** як складової операційного ризику можна віднести:

- чітке розмежування повноважень та відповідальності між органами управління, посадовими особами, окремими структурними підрозділами та працівниками установи, регламентування їх повноважень та обов'язків відповідними положеннями про структурні підрозділи та посадовими інструкціями працівників;

- своєчасне інформування структурних підрозділів та працівників установи про зміни у законодавстві, а також у внутрішніх документах установи;

- розробку типових форм договорів та інших документів;

- попередження порушень вимог нормативно-правових актів установою, зокрема шляхом створення системи внутрішнього аудиту (контролю).

**До заходів з мінімізації впливу ризику втрати ділової репутації** (репутаційного ризику) можна віднести:

- регламентування внутрішніх процедур установи;

- впровадження стандартизованих процедур розгляду скарг та претензій щодо діяльності установи з боку клієнтів та контрагентів;

- регламентування правил поведінки з клієнтами;

- попередження порушень установою вимог законодавства;

- активні контакти із засобами масової інформації, особливо у разі суттєвих подій, що впливають на репутацію установи.

**До заходів з мінімізації впливу стратегічного ризику** можна віднести:

- вибір установою виваженої бізнес-стратегії;

- контроль за послідовним впровадженням стратегічних цілей, завдань та управлінських рішень на всіх організаційних рівнях установи;

- підвищення рівня кваліфікації керівників усіх рівнів установи;

- забезпечення відповідності оперативних планів діяльності установи її стратегічним цілям та завданням.

**До заходів з мінімізації впливу кредитного ризику** можна віднести:

- встановлення внутрішнього обмеження обсягу дебіторської заборгованості в активах установи;

- диверсифікацію структури дебіторської заборгованості установи;

- аналіз платоспроможності контрагентів;

- здійснення заходів щодо недопущення наявності в активах установи простроченої дебіторської заборгованості.

**До заходів з мінімізації впливу ринкового ризику** можна віднести:

- диверсифікацію портфелю фінансових інструментів, чутливих до зміни відсоткових ставок, за видами цінних паперів, строками погашення, емітентами, галузями;

- хеджування активів, чутливих до зміни відсоткових ставок.

**До заходів з мінімізації впливу ризику ліквідності** можна віднести:

- збалансованість активів установи за строками реалізації з її зобов'язаннями за строками погашення;

- утримання певного обсягу активів установи в ліквідній формі;

- встановлення внутрішнього обмеження обсягу залучених коштів для фінансування діяльності установи;
- збалансування вхідних та вихідних грошових потоків.

Механізмом зниження ризиків невиконання або неналежного виконання зобов'язань щодо договорів з цінними паперами особою, що провадить клірингову діяльність, а також договорів щодо фінансових інструментів (крім цінних паперів) фондовою біржею, що здійснює кліринг та розрахунки за договорами щодо фінансових інструментів (крім цінних паперів), які укладаються на такій біржі, може бути:

1) обов'язкове стовідсоткове попереднє депонування та резервування коштів та цінних паперів або інших фінансових інструментів, що передбачає здійснення установою контролю за дотриманням обсягу договорів, що приймаються до клірингу, у межах сум зарезервованих коштів та депонованих цінних паперів;

2) часткове (або таке, що відсутнє) попереднє депонування та резервування коштів і цінних паперів або інших фінансових інструментів з обов'язковим створенням СУР та системи гарантій.

У разі застосування зазначеного механізму зниження ризиків відповідними заходами щодо мінімізації ризику незавершення розрахунків можуть бути:

- встановлення та контроль за дотриманням ліміту незабезпеченої частини договору;
- створення гарантійного (або іншого аналогічного призначення) фонду за рахунок внесків учасників клірингу для забезпечення виконання зобов'язань учасників клірингу за договорами щодо цінних паперів або інших фінансових інструментів, щодо яких здійснюється кліринг;
- страхування особи, що провадить клірингову діяльність, або фондової біржі, що здійснює кліринг та розрахунки за договорами щодо фінансових інструментів (крім цінних паперів), які укладаються на такій біржі, від збитків у випадку неплатоспроможності учасника клірингу;
- інші дії, що не суперечать законодавству.

### **3. Ідентифікація та оцінка ризиків під час здійснення операцій з цінними паперами**

Методи вимірювання величини ризику:

- економіко – математичні;
- економіко – статистичні;
- аналогові;
- експертні.

Політика управління ризиками включає: ідентифікацію, передачу ризику, зниження ступеню ризику, страхування, профілактику, диверсифікація, лімітування.

Варто відзначити, що ризик операцій з цінними паперами супроводжує як окрему операцію, так портфель цінних паперів, а також сферу реалізації операцій – сам ринок цінних паперів. Типи ризиків в більшій мірі перетинаються один з одним, проте окремі ризики виникають лише на певному рівні.

В цьому сенсі оцінка та ідентифікація ризиків на різних рівнях має свої особливості. Так, ризики, що виникають на рівні ринку – це ризики фінансових установ, що здійснюють інвестування на ринку цінних паперів. В такому випадку оцінка ризиків відбувається шляхом оцінки загально ринкових тенденцій та фінансового стану емітента цінних паперів, рівень капіталізацій та т.п.

Ризики конкретної операції з цінними паперами визначаються характеристиками цінного паперу. Окрім цього при здійсненні операцій з цінними паперами мають місце портфельні ризики.

На рівень процентних ставок (ціну капіталу) неабиякий вплив має інфляція. Американський економіст І. Фішер запровадив поняття «номінальна ставка» ( $R_i$ ), що складається із двох частин: очікуваної процентної ставки за безризиковим цінним папером ( $R_f$ ) та очікуваної премії за можливе знецінення грошової одиниці (тобто інфляцію) ( $IP$ ) (остання розглядається як компенсація для страхування ризику в разі втрати частини грошових кошів через знецінення грошової одиниці). **Формула Фішера**, що в літературі має назву «*ефект Фішера*», має такий вигляд:

$$R_i = R_f + IP \quad (7.1)$$

На формування ціни впливають також інші ризики, і за кожним із них визначається премія, яка додається до номінальної ставки.

**Премія за ризик невиконання боржником своїх зобов'язань (DRP).** У країнах із ринковою економікою складаються рейтинги на акції та облігації, згідно з якими вони класифікуються як цінні папери: найвищої якості, дуже хорошої та хорошої якості, середньої та нижче середньої якості, низької якості й спекулятивні цінні папери. Чим нижче клас цінного папера, тму вищою буде премія.

**Премія за ліквідність (ринковість) (LP).** Ліквідний цінний папір можна швидко реалізувати без втрат або з мінімальними втратами. Низьколіквідний цінний папір несе ризик великих втрат при його продажу. Це зумовлює вищий процент на такий цінний папір.

**Премія за строковість (MP).** Вкладення в цінні папери на довгий строк, звичайно обтяжене більшим ризиком, через що додається премія за ризик строковості. Кон'юнктура ринків може бути така, що більший ризик виявиться притаманним короткостроковим цінним паперам.

Оскільки щодо різних класів цінних паперів виникають різного роду й величини ризики, то ціна на них (тобто проценти) значно різняться.

Формула ціни капіталу з урахуванням ризиків має такий вигляд (формула 7.2):

$$R_i = R_f + IP + DRP + LP + MP \quad (7.2)$$

У західній економічній літературі відомі **теорії тимчасової структури процентних ставок**, що пояснюють форму так званої кривої доходів залежно від строків погашення.

**Теорія неупередженого (безстороннього) очікування** пояснює нахил кривої «ринковим консенсусом» щодо майбутніх процентних ставок та деякою впевненістю інвесторів у зміні ставок. Наприклад, якщо очікується падіння ставок, то інвестори віддадуть перевагу довгостроковим цінним паперам, розраховуючи в майбутньому отримати значніший дохід. Така поведінка буде характерна для

багатьох інвесторів, тому внаслідок цього може підвищитися попит, що спричинить падіння ставок, тобто крива доходів поповзе донизу.

**Теорія переваги ліквідності** передбачає, що в інвесторів немає впевненості в русі процентних ставок. Кожен із них приймає власне рішення, віддаючи перевагу вкладенням у ліквідні цінні папери. Тому премія за ліквідність буде однаковою для всіх.

**Теорія ринкової сегментації** передбачає, що процентна ставка за цінними паперами окремих строків визначається попитом і пропозицією. Тому кожен з учасників віддає перевагу операціям у якійсь одній зоні строковості (на одному сегменті ринку). Фактори, що визначають попит і пропозицію на короткострокові та довгострокові цінні папери, установлюються учасниками різних сегментів.

Теорія американського економіста Г. Марковіца відокремлює з усіх цінних паперів папір без ризику - казначейський вексель строком на 30 (**тридцять**) днів. Г. Марковіц також зробив вклад у «теорію портфеля» - розробив модель ефективного, тобто раціонального, портфеля. Сутність його полягає в тому, що здійснюється такий добір цінних паперів за строками, фірмами: регіонами, галузями, який забезпечить отримання очікуваного прибутку за умов мінімального ризику.

У. Шарп, американський економіст, запропонував розділити ризик на систематичний і несистематичний. Систематичний ризик перебороти шляхом диверсифікації портфеля неможливо - системні зміни в господарстві (падіння цін на експортні товари, зниження капітальних вкладень тощо) можуть спричинити різке зниження процентних ставок. На думку У. Шарпа, систематичний ризик потрібно вивчати, щоб бути готовому до змін. Щодо несистематичного ризику, то він долається шляхом диверсифікації, тобто побудови ефективного портфеля. Крім того, У. Шарп створив дуже популярну й прийнятну модель оцінки капітальних активів.

**Модель арбітражного ціноутворення** - це визначення доходу відповідно до цінного папера як функції безризикової процентної ставки та інших факторів, найважливішим з яких є зміни рівня інфляції та ВВП за умови, що немає можливості використовувати арбітраж.

**Процентний арбітраж** - одночасні операції на кількох ринках або з кількома фінансовими інструментами для отримання доходу на різниці процентних ставок.

**Модель арбітражного ціноутворення** має такий вигляд (формула 7.3):

$$E(R_a) = R_f + Y_1 F_1 + \dots + Y_n F_n, \quad (7.3)$$

де  $E(R_a)$  - очікуваний дохід по цінному паперу;

$R_f$  - безризикова ставка;

$Y_{n-1}$  - фактори впливу на ціну;

$F_{n-1}$  - ринкова ціна ризику.

Теорія ефективності фінансового ринку американського економіста Ю. Фамі передбачає, що ефективним можна вважати інформований ривок. Ю. Фамі виводить 3 (**три**) рівні інформованості, а з них – 3 (**три**) рівні ефективності:

- 1) *слабка*;
- 2) *напівсильна*;
- 3) *сильна*.

Подібна схема демонструє взаємозалежності та взаємозв'язки між різними ступенями інформованості та ефективністю.

**Очікувана (необхідна) дохідність** — це ставка доходу, яку прагне отримати інвестор на свої інвестиції з огляду на компенсацію притаманного їм ризику. Очікувану дохідність варто відрізнити від прогнозної, яка визначається як передбачення зміни дохідності фінансового активу в майбутньому. *В теорії портфельного інвестування розглядається декілька методів, які допомагають інвестору визначити очікувану (необхідну) дохідність. В їх основі лежить спроба кількісної оцінки ризику, властивого об'єкту інвестування, та його впливу на ставку доходу.*

Зміст методу кумулятивної побудови ставки доходу полягає в додаванні до безризикової ставки доходу за усі ідентифіковані ризики щодо фінансового активу:

$$\begin{aligned} & \text{Очікувана (необхідна) ставка доходу } R_i = \\ & = \text{безризикова ставка доходу } R_f + \text{сукупна ринкова премія} \\ & \quad \text{за ризику } P_R \end{aligned} \quad (7.3)$$

Премія за ризик  $P_R$  становить різницю між очікуваною дохідністю  $R_i$  та безризиковою ставкою доходу  $R_f$ , тобто:

$$P_R = R_i - R_f \quad (7.4)$$

**Безризикова ставка доходу ( $R_f$ )** — це номінальна відсоткова ставка за короткостроковими державними цінними паперами. В Україні основою для формування безризикових відсоткових ставок виступають ставки рефінансування та облікова ставка НБУ.

**Премія за ризик інфляції** — це премія за можливе знецінення грошової одиниці. Для визначення впливу інфляції використовують реальні та номінальні відсоткові ставки.

**Визначення очікуваної (потрібної) дохідності із застосуванням CAPM**

**Цінова модель ринку капіталу CAPM (МОКА)** — демонструє взаємозв'язок між ризиком та очікуваною (потрібною) дохідністю фінансових активів. Ризик у цій моделі вимірюється коефіцієнтом «бета», який визначає ступінь систематичного ризику.

За моделлю CAPM взаємозв'язок між дохідністю та ризиком окремого фінансового активу описується рівнянням «очікувана дохідність — коефіцієнт бета»:

$$E(R_i) = R_f + \beta[E(R_m) - R_f], \quad (7.4)$$



де  $E(R_i)$  — очікувана дохідність акцій  $i$ -го емітента (необхідна ставка доходу);

$R_f$  — безризикова ставка доходу;

$E(R_m)$  — середня дохідність ринку цінних паперів, або інакше дохідність (еталонного) ринкового портфеля;

$\beta_i$  — бета-коефіцієнт як ступінь систематичного ризику  $i$ -того фінансового активу;

$[E(R_m) - R_f]$  — премія за ризик цінних паперів, їх очікувана додаткова дохідність.

Окрім оцінки дохідності інвестиційного портфеля варто зупинитись на оцінці його ризиковості.

**Очікуваний ризик портфеля** — сполучення стандартних відхилень (дисперсій) активів, які входять до його складу.

*Однак, на відміну від очікуваної дохідності портфеля, його ризик не обов'язково є середньозваженою величиною стандартних відхилень (дисперсій) дохідностей активів. Вся справа в тому, що різні активи можуть по-різному реагувати на зміни кон'юнктури ринку. У результаті стандартні відхилення (дисперсії) дохідності різних активів у ряді випадків гаситимуть один одного, що призведе до зменшення ризику портфеля. Ризик портфеля залежить від того, у якому напрямку змінюються дохідності активів у разі зміни кон'юнктури ринку і якою мірою.*

Для визначення наявності взаємозв'язку і напрямку зміни дохідностей використовують показник **коваріації**, який показує, якою мірою дві змінні разом змінюються у часі.

#### **Рекомендована література:**

Базова: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

Допоміжна: [1, 2, 7, 8, 10, 16, 17]

Інформаційні ресурси: [4, 5, 6, 7, 8]

## **ТЕМА 8. ТЕХНОЛОГІЇ ОРГАНІЗАЦІЇ ТА ОБСЛУГОВУВАННЯ БІРЖОВИХ ОПЕРАЦІЙ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ**

### **План**

1. Загальна характеристика біржових угод.
2. Організація біржового процесу.
3. Форми проведення біржових торгів.
4. Особливості здійснення Інтернет-трейдингу.

**Ключові слова:** біржова угода, касові угоди, термінові (строкові) угоди, інтернет-трейдинг, біржовий процес, форми проведення біржових торгів, стоп-наказ, ринковий наказ, лімітний наказ.

## 1. Загальна характеристика біржових угод

Під *біржовими угодами* з цінними паперами розуміють торгові угоди, укладені в біржовому приміщенні в установлені години діяльності біржі, і які мають своїм предметом фондові цінності, допущені до котирування й обігу на біржі.

Після того, як цінні папери пройшли процедуру лістингу та включені до котирувального листа, з ними можна здійснювати угоди купівлі-продажу. Біржові угоди укладаються з допомогою офіційного курсового маклера або дилера, або іншої особи – повноважного представника біржі, який організовує біржовий торг і котирування.

*Лістинг* – сукупність процедур із включення цінних паперів до реєстру фондової біржі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам та вимогам, установленим у правилах фондової біржі.

*Котирування* – механізм визначення та/або фіксації на фондовій біржі ринкової ціни емісійного цінного паперу, що перебуває в обігу на такій біржі.

Кожна біржа самостійно визначає регламент укладення угоди. Водночас порядок укладення угод на біржі спирається на загальні вимоги до угод з цінними паперами.

Класифікацію біржових угод наведено на рис. 8.1.

Ключовою ознакою класифікації біржових угод є термін їх виконання та зміст.

За цією ознакою угоди поділяються на:

1) **касові угоди**, що підлягають негайному виконанню в залі біржі або протягом 2-3 днів після їх укладення і термінові. Вони можуть бути простими та з маржею (маржеві).

*Маржева угода* (угода з маржею) - це така угода, яка передбачає, що клієнт може придбати фінансові інструменти взявши борг у брокера чи іншої фінансової установи. За умови придбання клієнт сплачує тільки частину вартості акцій, а решта покривається отриманим кредитом. У випадку продажу цінних паперів, узятих в борг, гравці на пониження продають взяті у борг фінансові інструменти, якими фактично не володіють. Якщо очікування продавця справджуються і курс взятих у борг інструментів знижується, він купує їх і повертає брокеру, який їх йому позичив.

2) **термінові угоди**, що класифікуються залежно від способу встановлення ціни, часу і механізму здійснення розрахунків за куплені цінні папери, параметрів, передбачених під час їх укладення. Виконання угоди прив'язане до дня її укладення і настає через певну кількість днів, що установлені у контракті. Залежно від часу виконання розрахунків термінові угоди поділяються на угоди з оплатою в середині місяця (угода ліквідується 15-го числа зазначеного місяця) і з оплатою наприкінці місяця (угода ліквідується наприкінці місяця 30-го або 31-го числа).

За механізмом укладення термінові угоди поділяються на тверді (прості), ф'ючерсні, умовні (опціони) і пролонгаційні.

*Тверді угоди* – це угоди, умови яких не підлягають зміні в процесі реалізації угоди. Вони стандартизовані за формою.

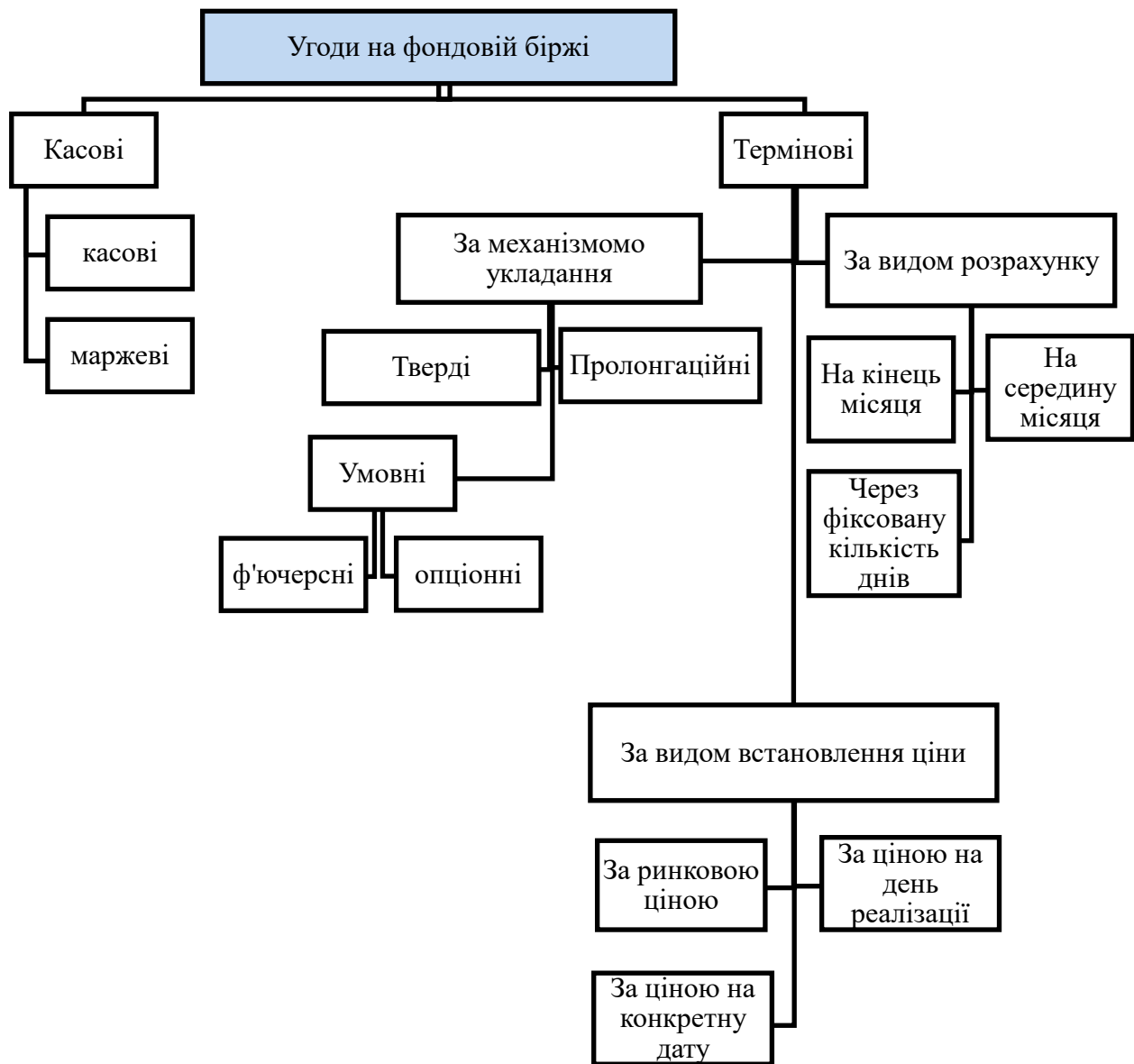


Рис.

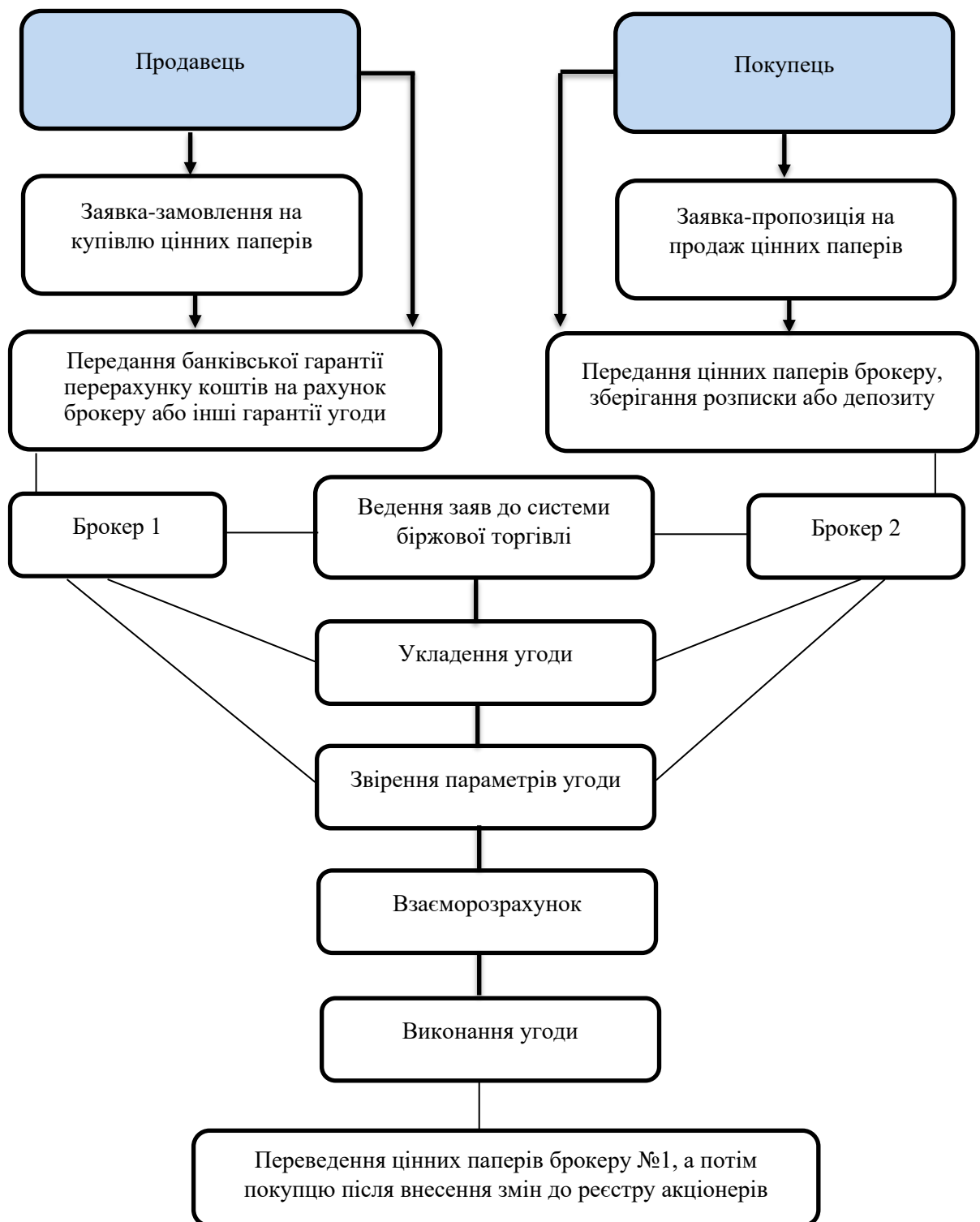
### 8.1. Класифікація біржових угод на фондовій біржі

*Умовні угоди, або угоди з премією* – це строкові біржові угоди, в яких один з контрагентів за встановлену винагороду (премію) набуває права на підставі особливої заяви, приуроченої до певного дня, зробити той або інший вибір (що стосується умов виконання угоди): виконати угоду або відмовитися від її виконання. *Пролонговані угоди* – це угоди з подовженим терміном дії.

### 2. Організація біржового процесу

Здійснення біржових торгів та як їх результат – укладення та виконання біржових угод щодо купівлі-продажу фінансового активу відбуваються в рамках певного *біржового процесу* (рис. 8.2).

*Біржовий процес* поєднує взаємопов'язані операції, що виконуються в певній послідовності з урахуванням специфіки біржових торгів. Залежно від технології проведення біржових торгів значною мірою побудована організація торгів на біржі.



**Рис. 8.2 Організація біржового процесу на фондовій біржі**

Інвестор має можливість дати самі різноманітні доручення своєму брокеру щодо укладення угод з цінними паперами, що котируються на біржі. Заявки (накази) подаються або напередодні, або в процесі біржового торгу.

Відповідно до Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення Про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688, *заявка* – подана учасником біржових торгів згідно з правилами фондової біржі пропозиція на купівлю чи продаж цінних паперів або інших фінансових інструментів, яка містить умови, на яких пропонується здійснити укладення біржового контракту (договору);

zareєстрована фондовою біржею заявка учасника біржових торгів є пропозицією та згодою цього учасника укласти та виконати біржовий контракт (договір).

*Заявка адресна* – заявка, яка подана учасником біржових торгів та адресована іншому учаснику біржових торгів.

*Заявка анонімна* – заявка, умови якої не дозволяють учасникам біржових торгів до моменту укладення біржового контракту ідентифікувати учасника біржових торгів, який виставив таку заявку.

*Заявка безадресна* – заявка, яка подана учасником біржових торгів та адресована усім учасникам біржових торгів.

Заявку (замовлення) може оформити будь-яка фізична або юридична особа (клієнт), яка уклала договір з брокером про те, щоб представити це замовлення на біржі. Проте, щоб замовлення було виконане, клієнт має надати гарантії оплати куплених цінних паперів. Такими гарантіями є надання брокеру простого векселя на повну суму угоди; перерахування на рахунок брокера суми в розмірі певного відсотка від суми угоди, що є запорукою і може бути використана брокером, якщо клієнт не виконає своїх зобов'язань; відкриття брокеру поточного рахунка (з правом розпорядження) на суму, яка становить певний відсоток від суми угод, що доручається брокеру протягом півріччя. Проте найефективнішим засобом розрахунку є банківська гарантія, що містить безумовне зобов'язання банку оплатити усю його заборгованість на першу вимогу брокера. Така форма розрахунків не вилучає фінансові ресурси з обороту брокера або його клієнта і максимально наближає час укладення угоди і час платежу.

Відповідно до чинних нормативних документів, професійні учасники ринку цінних паперів, які здійснюють брокерську діяльність, під час укладення угод з цінними паперами за дорученням клієнта можуть відмовитися від приймання доручень на купівлю будь-яких цінних паперів, якщо немає впевненості, що клієнт оплатить угоду.

Під час продажу цінних паперів клієнт водночас направляє брокеру як заявку-пропозицію з дорученням про їх продаж, так і самі цінні папери, призначені для продажу, або відповідно оформлену зберігальну розписку. Зберігальна розписка містить зобов'язання видати цінні папери на першу вимогу брокеру або іншій особі, що має доручення від брокера. Брокер не приймає доручення на продаж цінних паперів, якщо відсутня гарантія того, що клієнт має цінні папери.

Техніка передання біржових заявок дуже різна. Можна скористатися послугами кур'єра, відправити факс, скористатися взаємопогодженим документом, що підтверджує періодичну силу заявок телефоном або найпоширенішим нині шляхом через Інтернет-мережі комп'ютерного зв'язку. Інвестор може доручити брокеру не тільки купити ті чи інші цінні папери найкращого, на його думку, емітента, а й навести в заявці умови, за яких повинна відбутися угода. Тому текст заявки повинен містити необхідну інформацію у формі наказів для брокера, що укладає угоду.

Для проведення операцій з цінними паперами брокер використовує різні накази. Вибір наказу залежить від того, які цілі ставить перед собою інвестор і що він очікує отримати від угоди. Існують три основних види наказів: ринковий, лімітований і стоп-наказ.

– *ринковий наказ (market order)* – доручення на купівлю або продаж за поточною ринковою ціною. Якщо клієнт не вказує ціну, то наказ вважається ринковим. При реалізації цього наказу на аукціонних біржових торгах брокери намагаються реалізувати угоду за найвигіднішою ціною і якнайшвидше;

– *лімітний (обмежений) наказ (limit order)* – доручення на купівлю або продаж, коли клієнт вказує ціну. Угоди на купівлю здійснюються за цією ціною або нижче, а на продаж – за встановленою ціною або вище;

– *стоп-наказ (stop order)* – доручення на купівлю або продаж, яке повинне по можливості бути реалізоване, як тільки ринкова ціна цінних паперів досягне раніше обумовленої клієнтом величини. Наприклад, клієнт купив акції компанії за ціною \$60 за одну акцію. Побояючись, що курс акцій знизиться, він відкриває брокеру стоп-замовлення на їхній продаж, якщо тільки ціна знизиться до \$50 і нижче. Це означає, що як тільки ціна на акції дійде до межі \$50 або в результаті стрибка впаде ще нижче, то брокер намагатиметься продати ці цінні папери за найсприятливішою ціною.

У залежності від часу дії лімітовані накази та стоп-накази поділяються на денні (*day orders*) і відкриті (до погашення – *until canceled*). *Денний наказ* – це наказ з денним терміном виконання. Якщо у наказі не обумовлено термін дії, то він вважається денним. *Відкритий наказ* – це наказ, що залишається в силі доти, доки він не буде відмінений або виконаний.

Накази клієнтів брокерам за своїм характером можуть бути елементарними та комбінованими. *Елементарна угода* – це угода, яка вважається виконаною, коли купівля-продаж цінних паперів відповідає їх кількості у наказі, тобто брокер повинен продати або купити все, що йому було доручено. *Комбінованою угодою* буде угода, якщо виручка від продажу одних цінних паперів спрямовується на купівлю інших або одночасно купуються одні цінні папери і продаються інші.

Якщо цінні папери пройшли процедуру лістингу, то безпосередньо на фондовій біржі розпочинається робота з реалізації угоди. У випадку, коли цінні папери компанії не занесені до біржового списку, то за угодою з клієнтом може початися збір необхідних документів для проведення експертизи і наступного лістингу. Якщо клієнт не погоджується йти на лістинг або отримано заборону котирувальної комісії, то брокерські або дилерські контори можуть здійснювати торгівлю цінними паперами на позабіржовому ринку.

Технологія здійснення біржового процесу на фондовій біржі передбачає етапність виконання процесів. Початковим етапом є оформлення і реєстрація заявок на купівлю і продаж цінних паперів, введення заявок в біржові торги та їх виконання шляхом укладення біржової угоди, реєстрація угоди на біржі і здійснення розрахунків за нею.

### **3. Форми проведення біржових торгів**

Відповідно до Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення Про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688, *біржові торги* – організоване подання учасниками торгів заявок на купівлю-продаж цінних паперів та інших фінансових інструментів з метою укладання на фондовій біржі контрактів

(договорів) щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів відповідно до законодавства та правил біржі.

Організація та проведення біржових торгів може відбуватись у двох формах:

- 1) торги «з голосу» за технологією аукціону;
- 2) з використанням системи електронних торгів (СЕЛТ).



**Рис. 8.3. Форми проведення біржових торгів**

Класична фондова біржа представляє собою аукціон, де торгівля ведеться в операційному залі «з голосу».

Практично на всіх провідних товарних та фондових біржах світу майже до кінця ХХ століття зберігалась публічна торгівля з присутністю брокерів у біржовій ямі за технологією простого та подвійного аукціонів і системи маркет-мейкерів. Наразі завдяки розвитку електронних технологій на багатьох біржах на зміну проведення операцій в операційному залі прийшли системи електронних торгів з використанням терміналів, що встановлені у членів біржі та пов'язані з центральною комп'ютерною системою. Проте і на автоматизованих біржах частина операцій, як і раніше, може здійснюватися в операційному залі «з голосу».

Так, на Паризькій біржі торгівля облігаціями, опціонами відбувається саме «голосу».

**Торги «з голосу»** проводяться в торговельних залах фондової біржі в установлені Правлінням години. Під час торгів їх учасники розміщуються в торговельній залі на спеціально відведених місцях. Оголошувати заявки та укласти угоди під час таких торгів можуть лише учасники, які отримали допуск до торгів.

Торги «з голосу» можуть відбуватися за технікою **простого аукціону**, а їх основою є інформація біржового бюлетеня (або електронно-інформаційного табло) з пропозиціями на продаж. У випадку **прямого (англійського) аукціону** перед початком торгів продавці пропонують заявки з цінами на свої фондові активи. Всі ціни «збиваються» в один бюлетень і надаються учасникам аукціону. Практика показує, що реальна вартість товару в процесі торгів може піднятися у кілька разів. При цьому основний параметр підвищується крок за кроком, по мірі того, як покупці пропонують все більш високу ціну. Торги тривають до тих пір, поки кращу пропозицію не зможе перебити жоден з покупців. Товар продається за найвищою ціною пропозиції. У випадку **реверсного (голандського) аукціону** початкова ціна продавця є максимальною та поступово зменшується, цінні папери продаються першому покупцеві, якого влаштовує запропонована ціна.

**Аукціон втемну (заочний тип)** – усі покупці пропонують свої заявки одночасно та таємно. Отримує товар той покупець, який запропонував у своїй заявці найбільшу ціну, тобто зробив найкращу пропозицію. Ці види аукціонів застосовуються, якщо спостерігається конкуренція покупців при надлишковому попиту або конкуренція продавців при недостатньому платоспроможному попиту.

Традиційна біржова торгівля заснована на принципах **подвійного аукціону**, коли покупці підвищують ціну попиту (не можна називати ціну нижче вже запропонованої), а продавці знижують ціну пропозиції (не можна називати ціну вище вже запропонованої). При збігу ціни укладається угода. Цей тип торгів є популярнішим. Основна причина – наявність конкуренції з двох сторін, тобто між покупцями та продавцями.

**Подвійні аукціони** можуть існувати або у формі **онкольних («залпових»)** або **безперервних аукціонів**. У першій формі заявки, які надходять з двох сторін, накопичуються протягом певного часу, а потім поступово реалізуються. На основі таких заявок встановлюються офіційні ціни на кожний вид цінних паперів. За цими цінами забезпечується виконання ринкових замовлень: замовлення задовольняється, чи навпаки – залишається без виконання. Періоди реалізації заявок («залпи») залежать від рівня ліквідності ринку. Ліквідними варіантами залпових аукціонів є безперервні аукціони, де задоволення угод відбувається в постійному режимі.

**Система електронних торгів** є біржовою торговою системою, що надає можливість її учасникам подавати заявки та укласти угоди щодо цінних паперів без затримань в часі в межах торгового дня з віддалених робочих місць.

Організація торгівлі цінними паперами в СЕЛТ здійснюється з використанням двох технологій:

1. **Безперервний подвійний аукціон** – передбачає безперервне співставлення зустрічних заявок учасників СЕЛТ по мірі їх надходження у відповідності з встановленою черговістю виконання заявок.



**2. Односторонній аукціон (аукціон)** – технологія укладання угод в СЕЛТ, яка передбачає надання учасниками аукціону конкурентних пропозицій на купівлю на замовлення ініціатора аукціону в порядку, який визначається Порядком проведення аукціону в СЕЛТ.

Учасники біржових торгів отримують доступ до СЕЛТ шляхом отримання статусу її учасника та підключення до системи в торговому режимі відповідно до Порядку одержання доступу до системи електронних торгів, який затверджується Біржовою радою.

Для всіх технологій проведення біржових торгів характерні такі *операції*:

- вивчення попиту та пропозиції товару за межами біржі і вихід брокера на біржу;
- узгодження умов угоди між брокером-продавцем і брокером-покупцем, укладання біржової угоди у процесі біржового торгу;
- оформлення та реєстрація біржової угоди, біржового контракту і розрахунок з біржею;
- розрахунок клієнта з брокером за здійснення біржової угоди;
- поставка та одержання товару, розрахунок за нього між клієнтами брокерів.

Біржі в процесі впровадження комп'ютерної технології торгівлі пройшли багатоступінчасту систему освоєння інформаційних технологій та їх автоматизацію. Більшість аналітиків виділяють такі чотири етапи:

- торгівля в залі із застосуванням комп'ютерного забезпечення;
- торгова система з використання електронного забезпечення;
- електронна торгова система;
- електронна біржа.

На першому етапі автоматизація стосувалась лише елементарних процесів і функцій пов'язаних із забезпеченням торговельного процесу. Сам же процес укладення угод залишався за межами комп'ютерної системи.

Впровадження електронних систем передачі наказів, а також систем, що здійснювали операції клірингових розрахунків, сприяли значному підвищенню ефективності давно діючих аукціонних технологій біржової торгівлі.

У той же час розробка і впровадження в практику біржової торгівлі електронних торгових систем дозволили повністю витіснити традиційну технологію біржової торгівлі. Застосування вказаної системи повністю комп'ютеризувало торговельний процес. В електронній торговій системі всі фази торговельного процесу розміщені в закритій технічній системі. Учасники біржових торгів не мають до неї доступу, а лише вводять свої заявки на укладання контракту.

Увесь технологічний процес від укладання і виконання контракту відповідно до умов, передбачених у заявці-наказі, електронне підтвердження укладення угоди, а також передача інформації про здійснену угоду в кліринго-розрахунковий центр для подальшого контролю за маржевими розрахунками – все це об'єднано в електронно-комплексну систему, що успішно почала функціонувати ще в кінці ХХ століття на більшості світових бірж.

У практиці біржової торгівлі електронні торгові системи функціонують у двох режимах – *відкритому* та *закритому*. Відкрита торгова система надає можливість клієнту здійснювати всі операції через Інтернет. Що стосується закритої торгової

системи, то клієнти під час подачі заявки-наказу користуються послугами свого брокера, який має доступ до торгової системи.

Освоєння різних видів застосування комп'ютерних технологій дозволило створити електронну біржу, яка являє собою закриту торгову систему, всередині якої всі процеси, пов'язані з укладанням та виконанням контрактів, здійснюється в автоматичному режимі. Вони інтегровані між собою за допомогою електронного зв'язку. Ця система охоплює процеси прийняття і передачі наказів, пошук і встановлення найкращої ціни, виконання угоди, здійснення клірингових розрахунків, надання інформації та проведення контролю. Освоєння таких новітніх технологій дозволяє електронним біржам здійснювати угоди, кліринго-розрахункові операції швидко і з найменшими витратами. Торгівля через систему електронних бірж підвищує ліквідність, а саме основне прозорість і відкритість укладених угод. Прикладом успішно діючої електронної біржі може бути глобальна біржа NYSE Euronext.

У вітчизняній практиці Рішенням НКЦПФР «Про затвердження Положення Про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688 встановлено, що *електронна торговельна система* – сукупність організаційних, технологічних та технічних засобів, що використовуються фондовою біржею для забезпечення укладання біржових контрактів (договорів) за цінними паперами та іншими фінансовими інструментами.

*Електронна торговельна система повинна забезпечувати:*

1) приймання, обробку та передачу від учасників біржових торгів заявок на купівлю-продаж допущених до торгівлі цінних паперів та інших фінансових інструментів, фіксацію укладених біржових контрактів (договорів);

2) підготовку інформації, необхідної для виконання біржових контрактів (договорів);

3) захист інформації (у тому числі на електронних носіях), що стосується укладання біржових контрактів (договорів), від втрати або несанкціонованого доступу;

4) обмін інформацією в електронній торговельній системі фондової біржі шляхом створення, відправлення, передавання, одержання, зберігання, оброблення, використання та знищення документів в електронному вигляді;

5) формування та підтримку баз даних про хід та результати біржових торгів з фіксацією часу подання учасниками біржових торгів заявок та укладання біржових контрактів (договорів);

б) можливість укладення біржових контрактів (договорів) у вигляді документа на папері або електронного документа з можливістю відтворення документа у паперовому вигляді, оригінали яких зберігаються на фондовій біржі.

Таким чином, комп'ютеризація біржової діяльності означає ліквідацію кордонів між біржею і рештою ринків, що дозволяє всім бажаючим брати участь у біржовій торгівлі через комп'ютерну систему, а найголовніше – забезпечує шлях до створення єдиного ринкового середовища.

## 5. Особливості здійснення інтернет-трейдингу

Торгівля на біржовому ринку має тривалу історію, що стосується її інноваційної складової – інтернет-трейдингу, то він зародився відносно недавно. На подальший його розвиток вплинули такі фактори як: збільшення доступу до інтернету у всьому світі, глобалізація, свобода вибору, контроль, доступність, світова пандемія COVID-19 та спричинені нею лок-дауни, і, звичайно, російсько-українська війна. Використання інтернету під час торгівлі на біржовому ринку суттєво розширює коло покупців та продавців в усьому світі, надає можливість заробляти великій кількості інвесторів та спекулянтів в усьому світі та є поштовхом до подальшого розвитку інтернет-трейдингу на біржовому ринку.

Розвиток біржового ринку в усьому світі спонукав до розширення кола торговців на ньому, а для цього виникла потреба у створенні інформаційного ресурсу, який би до цього спонукав. Прискореній появі такого ресурсу сприяла глобалізація біржового ринку та збільшення інтернет покриття у всьому світі, що призвело до переміщення торгів на біржі з ями в інтернет середовище. Це спонукало появу інтернет-трейдингу, тобто можливості торгувати на фондових та валютних ринках з використанням мережі інтернет.

В економічній літературі можна знайти різні визначення синонімічних понять «Інтернет-трейдинг», «онлайн-трейдинг», «онлайн-брокеридж», «прямий електронний доступ» тощо, однак в основному вони різняться лише певними специфічними характеристиками.

З англійської мови Інтернет-трейдинг (англ. Internet-trading) означає «Інтернет-торгівля» або торгівля в мережі Інтернет.

**Інтернет-трейдинг** – це сучасна технологія укладання угод з цінними паперами, яка дозволяє компанії брокеру автоматично обслуговувати необмежену кількість клієнтів, спрямовуючи інформацію про їхні заявки безпосередньо в торговельну систему біржі.

**Онлайн-трейдинг** – це діяльність з управління інвестиціями за допомогою мережі Інтернет.

**Онлайн-брокеридж** – це послуга, що надається не біржею, а торговцем – професіональним учасником ринку цінних паперів. Інвестор, який має намір купити чи продати цінні папери, не може здійснити ці операції самостійно, згідно із Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». Для цього йому знадобиться брокер (ліцензований торговець цінними паперами та зберігач цінних паперів) і комерційний банк (для відкриття поточного розрахункового рахунку).

**Прямий електронний доступ до біржових торгів** (direct market access – DMA) – подібний до Інтернет-трейдингу вид послуги за визначенням, але інший з технологічної точки зору. Ця технологія використовується на західних та азійських розвинених фондових майданчиках і являє собою високошвидкісний електронний канал («шлюз») біржової інформації, що, як правило, використовується для торгівлі цінними паперами на зарубіжних фондових біржах.

Підключення до західних бірж потребує принципово нових технічних рішень порівняно з технологіями торгівлі цінними паперами на вітчизняних фондових майданчиках. Більше того, в Україні механізм доступу на зарубіжні фінансові ринки не врегульований законодавчо.

Інтернет-технології дозволяють брокерам надавати принципово *новий набір послуг*: дані щодо котирування в режимі онлайн, новини та звіти компаній, спостереження за станом інвестиційного портфеля клієнта (склад, поточна вартість і дохідність активів), дослідження ринку в цілому та його окремих сегментів, кредитування клієнта грошовими та фондовими активами, можливість працювати з похідними фінансовими інструментами тощо. Інформаційна взаємодія між брокером і клієнтами здійснюється через мережу Інтернет, що суттєво збільшує швидкість оформлення та виконання наказів клієнтів. Реальними постають операції фізичних осіб на фондовій біржі в реальному часі, причому швидкість виконання біржових заявок та наявне спеціалізоване інформаційне забезпечення аналогічні тим, які використовують професійні учасники фондового ринку.

Чіткої класифікації Інтернет-трейдингу в економічній літературі не існує. На основі досліджень зарубіжних науковців можна розділити послугу онлайн-брокериджу на два види:

**1. «Посередницький».** Такий вид онлайн-трейдингу є електронним відображенням реального процесу інвестування в цінні папери. Інтернет-трейдинг такого виду характеризується тим, що брокер – це номінальний утримувач цінних паперів клієнта. Це відкриває йому доступ до своїх торгових терміналів, підключених до торговельних систем і бірж. Доступ до систем брокера здійснюється через мережу Інтернет, і клієнт може віддавати розпорядження щодо своїх біржових угод у режимі реального часу.

На розвинутих ринках клієнти здійснюють угоди й отримують звіти від брокерів щодо зареєстрованих угод, а цінні папери реально змінюють власників у депозитарно-кліринговій системі між рахунками клієнтів брокерів протягом незначного за проміжком часу, що дозволяє укласти біржові угоди на нетривалий термін, тим самим розширюючи можливості біржової торгівлі.

**2. «Самостійний» або прямиий доступ до торгів** з'явився пізніше «посередницького» Інтернет-трейдингу. Прямий доступ є набагато прогресивнішим і перспективнішим для інвесторів видом онлайн-торгівлі, але для більшості фондових ринків він характеризується недостатнім розвитком, високою вартістю, потребою в додаткових інвестиціях і законодавчою нерегульованістю.

Головна особливість «самостійного» виду Інтернет-трейдингу полягає в тому, що інвестор самостійно оперує на фондовій біржі в режимі реального часу за допомогою спеціального програмного забезпечення без прямого посередництва онлайн-брокера. Інвестор має стати клієнтом брокера, тому що фондова біржа не може надати доступ фізичній особі напряму. Однак такий брокер повинен мати або надати клієнту сервер, що розміщений безпосередньо біля серверів самої біржі, так звана «спільна локація» (з англ. colocation) [5]. Завдяки близькості до серверів біржі інвестор отримає переваги такого виду електронної торгівлі: оперативність, тобто можливість не тільки здійснювати, але й негайно відшукати параметри угоди в разі необхідності, висока продуктивність, або можливість здійснювати багато біржових угод за малий проміжок часу. Остання характеристика передбачає використання робото-механічних та алгоритмічних торговельних систем у процесі трейдингу.

Але з точки зору ризиків для інвестора, «самостійний» вид онлайн-трейдингу несе великі технічні ризики і суперечить концепції оптимального розподілення ризиків, максимального захисту компонентів електронної торгівлі, нормальне

функціонування яких найбільш критичне для раціональної роботи ринку в цілому. За умов організації прямого доступу до торгів через Інтернет таким компонентом є торговельний майданчик та його торговельна система. Тому не рекомендується організація DMA для торговельної системи біржі через Інтернет або інші телекомунікаційні мережі загального користування.

Революційні зміни сталися в інтернет-трейдингу з появою спеціалізованих електронних систем, що забезпечують оперативний доступ до біржових ринків. Ці системи допомагають проаналізувати напрями інтернет-трейдингу та обрати найкращий з них. Кожна з використовуваних систем має певні переваги та недоліки (табл. 1).

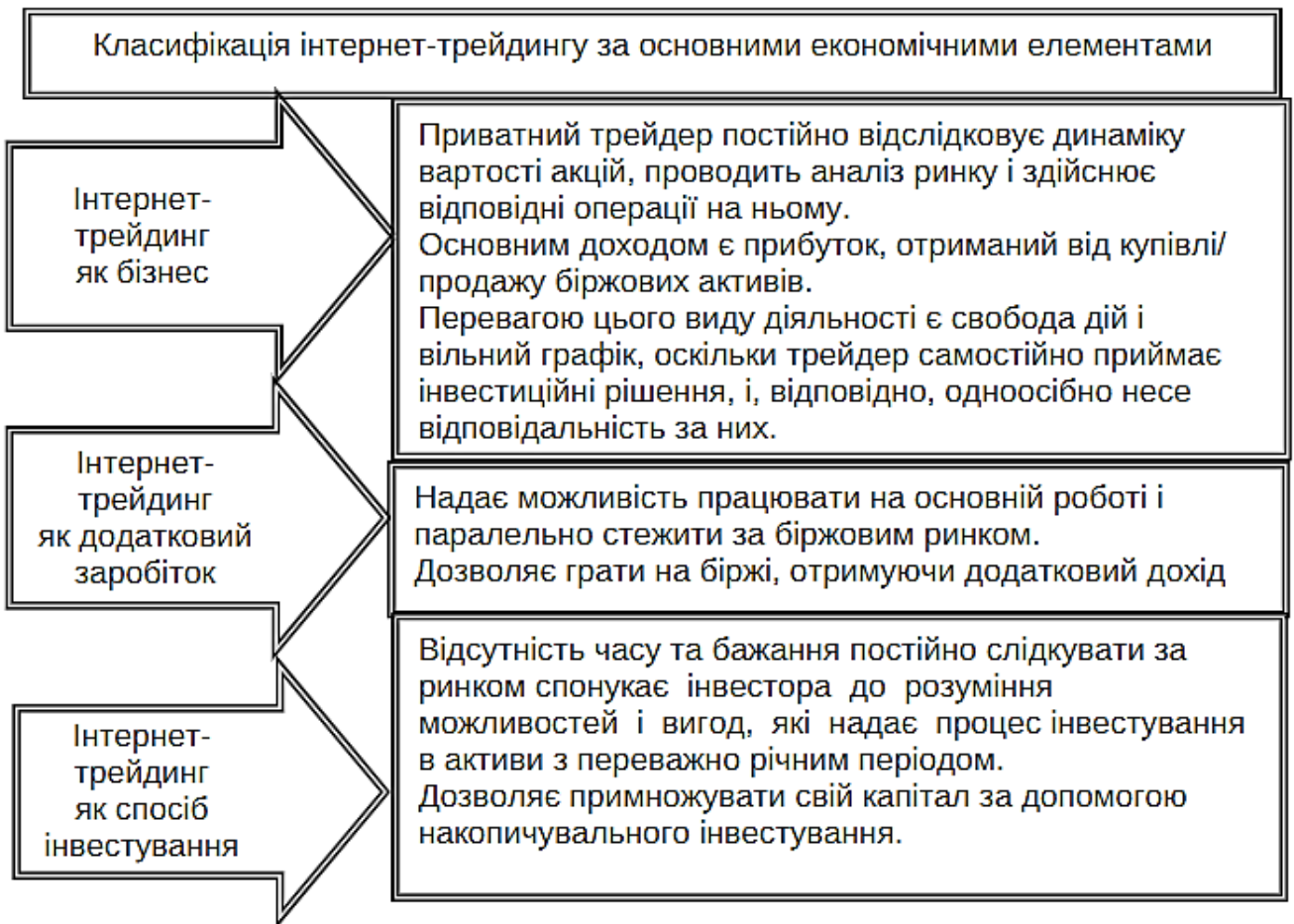
Таблиця 1

**Специфіка основних систем інтернет-трейдингу на біржовому ринку**

Назва системи	Переваги	Недоліки
Meta Трейдер 4	Доступ до неї надає кожний брокер, тестер стратегій, можливість графічної побудови	Відсутність можливості тестування стратегій на реальних тіках
Meta Трейдер 5	Нестандартні таймфрейми, торгівля фючерсами та індексами, тестування стратегій на реальних тіках	Можливі баги
CTrader	Висока швидкість обробки даних, простота в користуванні, наявність стакан цін	Можливі баги
Quik	Високий рівень захисту персональних даних, вихід на фондовий та терміновий ринки, лише актуальна аналітика	Пароль та логін потрібно вводити при кожному запуску системи
MetaStock	Великий набір інструментів для технічного аналізу, графіки можна накладати один на одній, можна створювати власні індикатори	Слабке програмування, капіталом неможливо керувати всередині системи, некоректне тестування стратегій

Враховуючи появу вищезгаданих спеціалізованих електронних систем інтернет-трейдинг почав приваблювати потенційного інвестора можливістю дистанційної роботи, простотою здійснення угод і, порівняно, низькими тарифами на послуги онлайн-брокерів. При цьому різниці між торгівлею в біржовій ямі та онлайн для інвестора немає. Тепер знаходячись в будь-якій точці земної кулі та маючи доступ до інтернету у інвесторів є можливість заробляти на рівні з професіоналами.

Для систематизації класифікації основних економічних елементів інтернет-трейдингу пропонуємо схему наведену на рис. 4.



**Рис. 4. Класифікація інтернет-трейдингу за основними економічними елементами**

Отже, скористатися усіма можливостями, що раніше були доступні обмеженому колу осіб можуть усі бажаючі. Звичайно використання інтернет-трейдингу на біржовому ринку для бізнесу, додаткового заробітку чи як способу інвестування має велику кількість переваг, але доречно згадати і про певні недоліки (рис. 5).

В Україні розвиток сучасних технологій торгівлі на ринку цінних паперів довгий час залишався на низькому рівні. Однак наприкінці 2009 р. після впровадження так званої технології ринку заявок (або анонімних заявок зі 100% попереднім депонуванням активів) на новоствореній ПАТ «Українська біржа» вітчизняний організований ринок цінних паперів отримав можливість здійснювати торговельні операції на фондовій біржі *шляхом механізму прямого електронного доступу*.

Інтернет-трейдинг на біржовому ринку, хоч і зародився відносно недавно, вже зміг значною мірою витіснити класичну біржову торгівлю та стати доволі популярним як в Україні так і в усьому світі. Фондовий ринок в Україні ще значно відстає від світового, але має перспективи розвитку після перемоги Україні у війні.

Переваги та недоліки використання інтернет-трейдингу на біржовому ринку	
Переваги	Недоліки
<p>прийнятна вартість операцій купівлі-продажу;  висока тарифна конкуренція; тоспроможність;  доступність;  висока швидкість проведення операцій;  низький рівень затрат;  висока ліквідність;  прозорість операцій і низькі спреди;  швидке відкриття рахунку;  невеликий стартовий капітал;  вища дохідність за рахунок створення власної стратегії;  зниження ризиків операційних помилок традиційного голосового брокера.</p>	<p>інституційні ризики;  відносно слабка захищеність від технічних збоїв та атак хакерів;  практична не регламентованість на даний час українською законодавчою базою використання електронних документів;  необхідні знання у сфері інвестування.</p>

**Рис. 5. Переваги та недоліки інтернет-трейдингу на біржовому ринку**

На сьогодні більшу частину загального обсягу торгів складають ОВДП (майже 99%), інші види цінних паперів (акції, облігації підприємств, деривативи та інші) демонструють зменшення.

Більшої популярності в Україні заслужив ринок криптовалют. Так, Україна посідає перше місце за рейтингом держав, де є найбільше власників криптовалют стосовно усього населення (12,7% або 5,6 млн осіб). Але цей ринок в нашій державі перебуває в «тіні», а тому не поповнює бюджет. Виходячи з цього давно назріла необхідність закріпити на законодавчому рівні торги на ринку криптовалют, ввести мінімальне оподаткування цієї сфери інвестицій та залучати експертів з фінансово-технічного сектору.

***Рекомендована література:***

Базова: [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7]

Допоміжна: [3, 7, 8, 16, 17]

Інформаційні ресурси: [4, 5, 6, 7, 8]

## СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

### Базова

1. Ваніна Н., Грищенко О. Ринок цінних паперів. Практикум. Київ: Центр навчальної літератури. 2019. 176с.
2. Коваленко Ю. М. Управління фінансовими активами: підручник. Ірпінь: УДФСУ, 2019. 498 с.
3. Козак В., Москвін С., Посполітак В. Фінансові інструменти: операції з облігаціями: наук.-прак. посібн. Київ : DESPRO, 2019. 132 с.
4. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23 лют. 2006 р. №3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>
5. Ринок фінансових послуг: підручн. / Приказюк Н.В., Лютий І.О., Пікус Р.В., Рожко О.Д. та ін.; за ред. Н.В. Приказюк. Київ : ФОП Ямчинський О.В., 2019. 757 с.
6. Фінансовий ринок : підручник: у 2 т. / Коваленко Ю.М., Ковернінська Ю.В., Онишко С.В., Кужелев М.О. та ін.; кер. авт.. кол. і наук. ред. Ю.М. Коваленко. Ірпінь: Університет ДФС України, 2018. 830 с.
7. Фінансовий ринок: навч. посібн. / Н. В. Трусова, С. А. Нестеренко, І. Є. Якушева та ін. Мелітополь: Видавничий будинок ММД, 2021. 236 с.

### Допоміжна

1. Богріновцева Л. М., Ключка О. В. Моделі ціноутворення фінансових опціонів як інструментів хеджування ризиків. *Бізнес Інформ*. 2019. № 2. С. 390-395. URL: [https://www.business-inform.net/export\\_pdf/business-inform-2019-2\\_0-pages-390\\_395.pdf](https://www.business-inform.net/export_pdf/business-inform-2019-2_0-pages-390_395.pdf)
2. Богріновцева Л.М. Фінансова безпека ринку цінних паперів: проблеми та перспективи. *Актуальні економічні, фінансові та правові питання в умовах євроінтеграції та глобальної конкуренції*: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., 27 лютог. 2019 р. Ірпінь: Університет ДФС України, 2019. С. 38-40
3. Богріновцева Л.М., Блохіна М.М. Фінансові інновації: розвиток ринку FİNTECH. *Стратегія і практика інноваційного розвитку фінансового сектору України*: зб. матеріалів III Міжнар. наук.-практ. конф., 26-27 березня 2020 р. Ірпінь: Університет державної фіскальної служби України, 2020. С. 82-83
4. Богріновцева Л.М., Вергелюк Ю.Ю., Коваленко Ю.М. Державні облігації як інвестиційний інструмент в періоди фінансової нестабільності. *Інфраструктура ринку*. 2023. №73. URL: <http://www.market-infr.od.ua/uk/73-2023>
5. Богріновцева Л.М., Ключка О.В. Особливості розвитку ринку державних боргових цінних паперів України. *Економіка та суспільство*. 2023. №53. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/2629/2547>
6. Бондарук Т.Г., Богріновцева Л.М. Роль ринку цінних паперів як джерела фінансування державного боргу. *Інтернаука. Серія: Економічні науки*. 2023. №7. URL: <https://www.inter-nauka.com/uploads/public/16905405619086.pdf>
7. Вергелюк Ю. Ю., Вишневська Л. В. Табаченко Я. О. Сучасні тренди розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. 2019. № 23(6). С.586-592. URL: [http://www.easterneurope-ebm.in.ua/journal/23\\_2019/89.pdf](http://www.easterneurope-ebm.in.ua/journal/23_2019/89.pdf)



8. Коваленко Ю. М. Економіка фінансового сектору: навч. посіб. Київ: Центр учбової літератури, 2020. 320 с.
9. Ковернінська Ю. В. Теоретичні засади функціонування первинного ринку цінних паперів в Україні. *Інтернаука. Серія: Економічні науки*. 2019. №8. URL: <https://doi.org/10.25313/2520-2294-2019-8-5173>
10. Онишко С. В., Богріновцева Л. М. Фінансовий ринок як рушій глобалізаційних змін та його зв'язок із рівнем фінансової безпеки. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»*. 2023. №28(56). С. 102-108. URL: <https://journals.oa.edu.ua/Economy/article/view/3740/3385>
11. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12 верес. 2019 р. № 79-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/79-20#Text>
12. Про депозитарну систему України : Закон України від 6 липн. 2012 р. № 5178-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5178-17#Text>
13. Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків: Закон України від 30 жовт. 1996 р. №448/96-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80#Text>
14. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 05 липн. 2012 р. № 5080-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text>
15. Про недержавне пенсійне забезпечення : Закон України від 09 липн. 2003 р. № 1057-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?%20page=5&nreg=1057-15#Text>
16. Стратегія фінансового сектору України до 2025 року. URL: [https://mof.gov.ua/storage/files/Strategija\\_financovogo\\_sektoru\\_ua.pdf](https://mof.gov.ua/storage/files/Strategija_financovogo_sektoru_ua.pdf)
17. Чуницька І., Богріновцева Л. Вплив цифрових технологій на розвиток фінансового ринку України. *Економіка та суспільство*. 2023. №49. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-49-60>

### Інформаційні ресурси

1. Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
2. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua>
3. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/>
4. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://www.nssmc.gov.ua>.
5. Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу. URL: <http://www.uaib.com.ua/>.
6. Інформаційно-аналітичний портал рейтингового агентства «Рюрік». URL: <http://rurik.com.ua/main-definitions.html>.
7. Інформаційно-аналітичний портал рейтингового агентства «Кредит-рейтинг». URL: <http://www.credit-rating.ua/ua/about-rating/terms/>
8. Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку. URL: <http://www.ufin.com.ua/shkala-kred-reit.htm>