

МІЖРЕГІОНАЛЬНА  
АКАДЕМІЯ УПРАВЛІННЯ ПЕРСОНАЛОМ



МАУП

Н. І. Чередніченко

## **Ринок цінних паперів**

*Методичні вказівки і завдання  
для самостійного вивчення дисципліни*

МАУП

Київ 2004

ББК 65.262.2я73  
Ч-46

Рецензенти: *Д. А. Леонов*, канд. екон. наук, доц.  
*В. А. Король*, канд. екон. наук, доц.

*Схвалено Вченою радою Міжрегіональної Академії управління персоналом (протокол № 7 від 27.08.04)*

### **Чередніченко Н. І.**

**Ч-46** Ринок цінних паперів: Метод. вказівки і завдання для самост. вивчення дисципліни. — К.: МАУП, 2004. — 88 с.: іл. — Бібліогр.: с. 84–85.

ISBN 966-608-512-7

У пропонованому виданні розглядаються аспекти функціонування ринку цінних паперів, визначаються його структура та місце її елементів у загальному механізмі ринку.

Методична розробка містить стислий виклад теоретичного матеріалу відповідно до навчально-тематичного плану вивчення дисципліни, питання для самоконтролю, завдання для самостійного розв'язання та список рекомендованої літератури.

Для студентів економічних спеціальностей заочної форми навчання освітньо-кваліфікаційних рівнів “бакалавр” і “спеціаліст”, які самостійно вивчають дисципліну.

**ББК 65.262.2я73**

ISBN 966-608-512-7

© Н. І. Чередніченко, 2004  
© Міжрегіональна Академія управління персоналом (МАУП), 2004

## ВСТУП

---

---

Створення спрямованих умов для розвитку ринкових відносин, що нині становить основний фактор стабілізації та піднесення економіки України, зумовлює насамперед реформування фінансової системи, створення механізмів ефективного залучення та використання фінансових ресурсів. Ринок цінних паперів як сегмент фінансового ринку за допомогою особливих інструментів виконує функції акумуляції та переміщення капіталу від інвесторів до виробництва, забезпечує ефективне використання інвестиційних ресурсів. В умовах високих ставок на кредитному ринку ринок цінних паперів є дієвим механізмом, що спрямовує інвестиційний капітал у виробничу та соціальну сфери. Формування і розвиток ринку цінних паперів — це об'єктивний процес, покликаний сприяти розширенню ринкових відносин, виробництва, інтеграції України в систему світових ринків капіталу.

Обмежений досвід національного ринку цінних паперів потребує зваженого застосування його інструментів, створення повноцінної інфраструктури та важелів регулювання, механізмів захисту інвесторів.

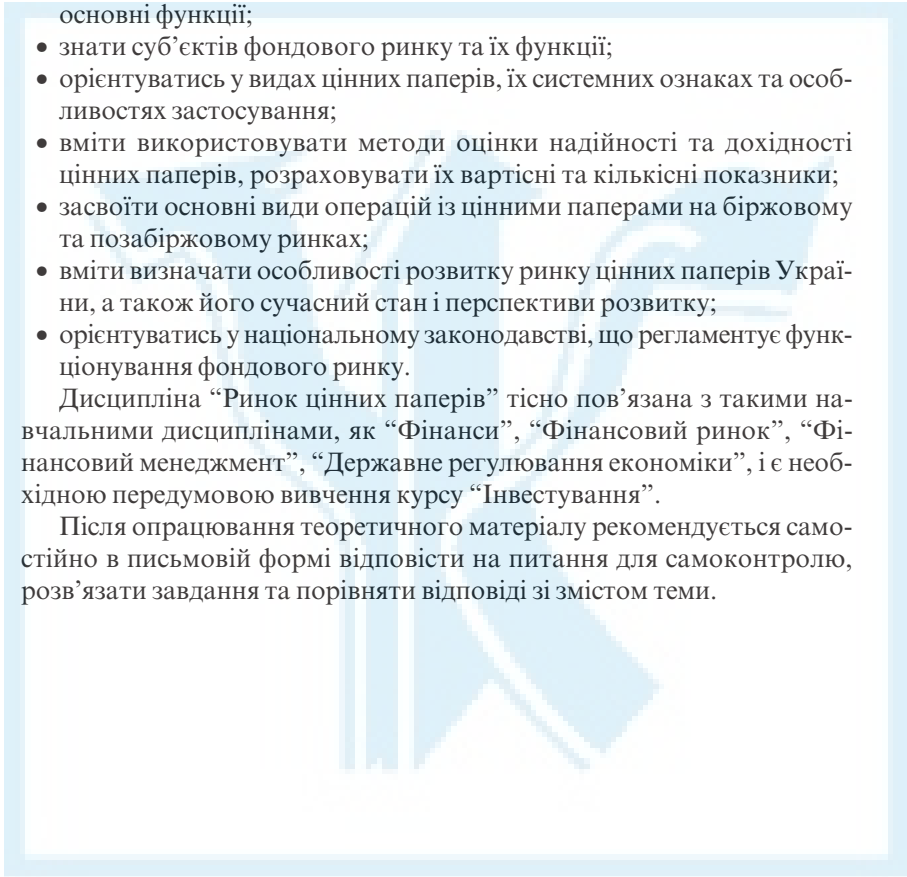
*Мета пропонованої розробки* — сформувати у студентів систему знань, необхідних для розуміння механізмів функціонування ринку цінних паперів як невіддільної складової фінансового ринку; його структури; основних тенденцій та перспектив розвитку в умовах глобалізації. Після опанування дисципліни “Ринок цінних паперів” студенти повинні:

- розуміти місце ринку цінних паперів у структурі фінансового ринку, особливості залучення позичкових капіталів за допомогою особливого інструменту — цінних паперів;

- вміти охарактеризувати тенденції та стан міжнародних ринків цінних паперів;
- розрізняти первинний та вторинний ринки, знати їх структуру та основні функції;
- знати суб'єктів фондового ринку та їх функції;
- орієнтуватись у видах цінних паперів, їх системних ознаках та особливостях застосування;
- вміти використовувати методи оцінки надійності та дохідності цінних паперів, розраховувати їх вартісні та кількісні показники;
- засвоїти основні види операцій із цінними паперами на біржовому та позабіржовому ринках;
- вміти визначати особливості розвитку ринку цінних паперів України, а також його сучасний стан і перспективи розвитку;
- орієнтуватись у національному законодавстві, що регламентує функціонування фондового ринку.

Дисципліна “Ринок цінних паперів” тісно пов'язана з такими навчальними дисциплінами, як “Фінанси”, “Фінансовий ринок”, “Фінансовий менеджмент”, “Державне регулювання економіки”, і є необхідною передумовою вивчення курсу “Інвестування”.

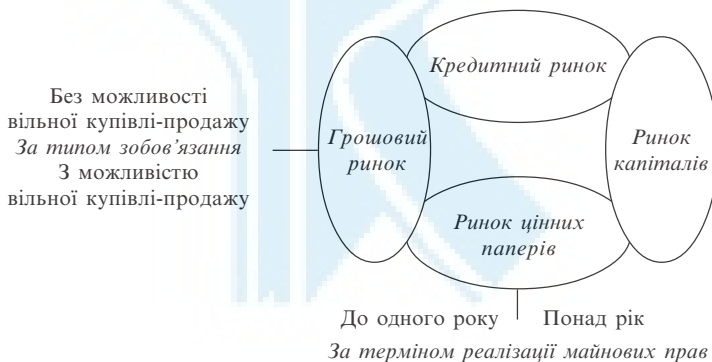
Після опрацювання теоретичного матеріалу рекомендується самостійно в письмовій формі відповісти на питання для самоконтролю, розв'язати завдання та порівняти відповіді зі змістом теми.



## Тема 1. Ринок цінних паперів як механізм залучення фінансових активів

**Ринок цінних паперів** (РЦП) — це сегмент фінансового ринку, що охоплює грошовий ринок та ринок капіталів і за допомогою особливого типу інструментів — цінного паперу — забезпечує акумуляцію, розподіл та перерозподіл фінансових ресурсів. На відміну від інструментів кредитного ринку, які жорстко регламентують взаємовідносини позичальника і кредитора, інструменти РЦП мобільні й можуть вільно продаватися, купуватися чи бути об'єктом суспільних відносин (успадковуватися, даруватися тощо).

### Місце РЦП у структурі фінансового ринку



Ринок цінних паперів охоплює грошовий ринок щодо обігу короткотермінових зобов'язань, наприклад векселів, які обертаються на обліковому ринку. Довготермінові чи навіть безтермінові цінні папери (такі як акції) обертаються на ринку капіталів.

До основних факторів виникнення і становлення РЦП належать:

- *формування держав;*
- *розвиток міжнародної торгівлі.* Так, в епоху великих географічних відкриттів з появою нових ринків збуту та постачання сировини постала потреба у масштабному залученні капіталу за допомогою

нових форм. Прообразом майбутніх акціонерних товариств стали Ост-Індська та Вест-Індська пайові компанії, починаючи із середини XVI ст. пайовики отримують частку доходу не в товарній формі, а у грошовій (дивіденд);

- *первісне нагромадження капіталу*; промислова революція сприяла інтенсивному зростанню суспільного виробництва, яке перевищувало споживання і було джерелом накопичення значних фінансових активів;
- *розвиток організаційних форм суспільного виробництва*; поява промислових корпорацій та акціонерних банків.

Таким чином, розвиток ринку цінних паперів є наслідком економічного розвитку, але, у свою чергу, зумовлює оптимізацію структури господарства.

*Завдання РЦП* полягає у створенні умов і забезпеченні повного та швидкого переливання заощаджень в інвестиції за ціною, яка задовольняла б і інвесторів, і емітентів. Через РЦП акумулюються грошові нагромадження кредитно-фінансових інститутів, корпорацій, підприємств, держав, приватних осіб, що спрямовуються на виробниче та невиробниче вкладення капіталів.

### ***Принципи функціонування РЦП***

- *соціальна справедливість* — створення рівних можливостей і спрощення доступу інвесторів та позичальників на ринки фондових ресурсів; недопущення монопольних проявів дискримінації прав і свобод суб'єктів ринку цінних паперів;
- *правова урегульованість* — створення розвиненої правової структури забезпечення діяльності фондового ринку, що чітко регламентує поведінку його суб'єктів;
- *контрольованість* — створення надійного механізму обліку й контролю, запобігання зловживань на РЦП;
- *прозорість, відкритість* — забезпечення надання інвесторам повної інформації про умови випуску та обігу цінних паперів; контрольованість фінансово-господарської діяльності емітентів;
- *конкурентність* — забезпечення необхідної свободи підприємницької діяльності інвесторів, емітентів і ринкових посередників, створення умов для змагання за найвигідніше залучення фінансових ресурсів і встановлення немонопольних цін на послуги фінансових посередників за умови контролю й дотримання доброякісної конкуренції учасниками фондового ринку;

- *ефективність* — максимальна реалізація потенційних можливостей фондового ринку щодо мобілізації та розміщення фінансових ресурсів у перспективні сфери національної економіки.

### **Структура ринку цінних паперів**

За стадією обігу цінних паперів розрізняють первинний та вторинний ринки.

На *первинному ринку* розміщуються вперше випущені (емітовані) цінні папери, відбувається мобілізація капіталів корпораціями, товариствами, підприємствами і запозичення коштів ними та державою. Іншими словами, первинним ринком є економічний простір, де виникають взаємовідносини суб'єктів у процесі первинного продажу і придбання цінних паперів. Це означає, що первинні ринки існують як відносно нетривалі ринкові відносини і є тимчасовими ринками. На первинному ринку емітент може продавати цінні папери самостійно або з допомогою посередників.

На вторинному ринку обертаються цінні папери, які вже реалізовані на первинному ринку, тобто тут продаються та купуються раніше випущені цінні папери, змінюються їх власники, а отже, взаємодія суб'єктів у процесі обігу цінних паперів утворює *вторинний ринок*. Основна функція вторинного ринку полягає у створенні можливості для потенційних інвесторів придбання у власність цінних паперів і забезпечення їх ліквідності. Формування і розвиток вторинного ринку сприяють:

- розвитку відносин власності (цінні папери переходять у власність від одного суб'єкта ринку до іншого);
- переливанню капіталу з однієї сфери діяльності в іншу;
- формуванню цивілізованого РЦП;
- розширенню фінансового ринку;
- розширенню кола учасників РЦП;
- створенню можливостей для підвищення ліквідності не лише цінних паперів, а й економіки країни загалом.

Первинний і вторинний ринки мають певні відмінності. Предметом угоди купівлі-продажу на вторинному ринку є цінні папери, які раніше були придбані у процесі викупу у емітента. Дохід від продажу цінних паперів на вторинному ринку належить не емітенту, як на первинному ринку, а власникам зазначених цінних паперів (інвесторам чи дилерам), які на вторинному ринку є продавцями. На вторинному ринку купівля-продаж цінних паперів не може здійснюватися шляхом підписки.

З позицій організації вторинний ринок поділяється на *позабіржовий* та *біржовий*. Позабіржовий ринок ще називають децентралізованим на відміну від біржового — централізованого. У більшості країн на позабіржовому ринку обертається основна маса (близько 90 %) цінних паперів, а на біржовому — відносно незначна їх частина (10 %). Однак саме біржовий ринок, де зосереджені найякісніші цінні папери, визначає кон'юнктуру та процес розвитку фондового ринку.

Позабіржовий ринок є мережею брокерських та дилерських фірм, які часто є членами біржі й пов'язані між собою та найбільшими інституційними інвесторами. До основних ознак позабіржового ринку належать такі:

- чисельність продавців цінних паперів завдяки відсутності жорстких (порівняно з біржею) умов реєстрації учасників;
- відсутність єдиного курсу на однакові цінні папери (курс узгоджується під час переговорів між покупцем і продавцем);
- торгівля цінними паперами відбувається в різних місцях і в різний час;
- відсутність єдиного центру, який організовує торгівлю цінними паперами і відпрацьовує її методологію.

У різних країнах світу позабіржові ринки відіграють різну роль у загальноринковій взаємодії з цінними паперами. Наприклад, у Данії позабіржовий ринок відіграє доволі незначну роль, а у США, навпаки, він масштабніший порівняно з біржовим за кількістю учасників та обсягом угод.

Позабіржовий ринок цінних паперів не завжди неорганізований. На ньому утворюються торговельно-інформаційні системи установ, створених саморегульними організаціями чи посередниками для організованого продажу цінних паперів, мета яких полягає у впорядкуванні цього ринку, підвищенні його ефективності та прозорості. Наприклад, у США з 1938 р. функціонує професійна організація брокерських фірм і банків, що спеціалізуються на торгівлі цінними паперами — NASD (Національна асоціація дилерів з цінних паперів). Ця асоціація, що створена за рішенням Конгресу США та Комісії з цінних паперів і бірж, контролює процес продажу цінних паперів через близько 500 своїх членів, а також фінансовий стан брокерів та дилерів, які не є членами біржі і працюють безпосередньо з клієнтами. З 1964 р. асоціацією створено систему NASDAQ (систему комп'ютерної позабіржової котирувки акцій), яка інформує брокерів та дилерів про ціни на цінні папери, що продаються поза біржею. Щоб увійти в сис-



тему, компанія повинна мати щонайменше 10000 акцій, розміщених через публічну підписку, і об'єднувати щонайменше 300 акціонерів.

В Україні організаційно оформлений позабіржовий ринок почав формуватись у 1996 р. Нині функціонує кілька об'єднань професійних учасників РЦП, які мають на меті створення позабіржової системи торгівлі цінними паперами на базі комп'ютерних технологій. Одне з таких об'єднань — асоціація “Позабіржова фондова торговельна система” (ПФТС) — з липня 1996 р. через власну електронну торговельну систему почало здійснювати торги цінними паперами. Фактично ця асоціація в Україні є альтернативою “мертвих” бірж. Вона концентрує попит-пропозицію на цінні папери, статус саморегульованої організації, що надає можливість виходити на регулюючі органи з ініціативами взаємодії з питань РЦП і обстоювати права своїх членів. Оскільки кодекси (арбітражний, дисциплінарний) є певними гарантіями при здійсненні операцій у межах цієї системи.

Крім вказаної класифікації РЦП поділяється на певні *сегменти*:

- за територіальною ознакою — світовий, регіональний, національний;
- за категоріями емітентів — ринки цінних паперів підприємств, державних цінних паперів та ін.);
- за термінами випуску — ринки безтермінових цінних паперів, термінових із встановленим терміном обігу та без такого терміну та ін.);
- за видами (категоріями) цінних паперів — ринки акцій, облігацій, векселів та ін.);
- за принципом повернення фінансових активів — ринки боргових зобов'язань та інструментів власності.

Скасування в 70-х роках ХХ ст. обмежень на переміщення капіталу в розвинених країнах світу зумовила виникнення міжнародного РЦП і відбило одну з основних тенденцій — глобалізацію світового господарства та процес інтеграції країн. Так, тільки з 1980 по 1990 р. частка міжнародних операцій з цінними паперами у ВВП США зростає з 9 до 93 %, Німеччини — з 8 до 58 %, Японії — з 7 до 119 %. Майже 40 % світового РЦП припадає на США, понад 20 % — на Японію.

### *Суб'єкти фондового ринку*

Ринок цінних паперів може функціонувати лише за наявності емітентів, зацікавлених у мобілізації вільних коштів; інвесторів, що мають вільні кошти і шукають вигідного їх розміщення; посередників, що забезпечують обмін зобов'язань (цінних паперів) емітентів на кош-

ти інвесторів. Саме емітенти, інвестори та фінансові посередники при укладенні угод є основними *суб'єктами операцій* на РЦП, забезпечуючи переливання капіталу зі сфери вільних фінансових ресурсів у сферу фондових цінностей.

**Емітент** — це юридична особа, яка від власного імені випускає цінний папір і несе зобов'язання згідно з умовами його випуску. Емітентами в Україні можуть бути підприємства (випускають переважно облигації, векселі), товариства (акції, облигації), держава (казначейські зобов'язання, облигації), кредитно-фінансові установи (депозитні сертифікати, векселі) та муніципальні органи (облигації). В Україні зареєстровано понад 35000 емітентів (здебільшого акціонерні товариства).

**Інвестор** — це категорія учасника фондового ринку, що має вільні кошти і намагається вкласти їх з метою отримання доходу (відсотків). Покупцями цінних паперів є як індивідуальні, так й інституційні інвестори (юридичні особи). *Індивідуальними інвесторами* є фізичні особи: як резиденти, так і нерезиденти. Наприклад, у США близько 47 млн американців є власниками акцій. На індивідуальних інвесторів Нью-Йоркської фондової біржі припадає 30 % загальної кількості операцій.

Розглянемо основних *інституційних інвесторів*:

1. Інституційні інвестори, які здійснюють переважно прямі інвестиції в обмежене коло підприємств.

- **Холдингова компанія.** Це головна компанія будь-якої фінансової монополії, що володіє контрольним пакетом акцій дочірніх підприємств і спеціалізується на управлінні.
- **Фінансова група.** Це об'єднання підприємств, пов'язаних в одне ціле системою взаємної участі. На відміну від холдингу фінансова група не має головної фірми, що спеціалізується на управлінні.
- **Фінансова компанія.** Це корпорація, що фінансує вибране за певним критерієм коло інших корпорацій і не здійснює диверсифікацію вкладень, яка властива, наприклад, інвестиційній компанії, і не володіє контрольними пакетами акцій корпорацій, які фінансує.

2. Інституційні інвестори, які здійснюють великі інвестиції, не дотримуючись певного, наперед вибраного комплексу об'єктів інвестування.

- **Інвестиційна компанія.** Формує капітал за рахунок акумуляції коштів дрібних інвесторів. Її єдиним видом діяльності є формування портфелів цінних паперів. Інвестиційна фірма, що управляє капі-

талом вкладників за їх довіреністю, називається *трастом*. Якщо компанія має лише один портфель інвестицій, вона вважається інвестиційним фондом.

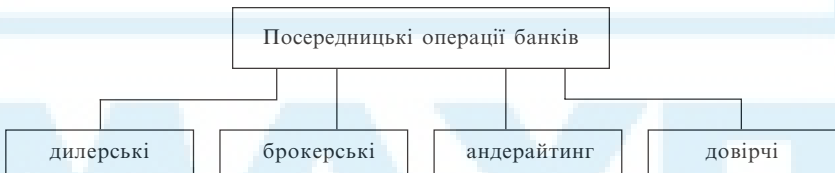
• **Страхові та пенсійні фонди.**

3. Інституційні інвестори, які здійснюють великі (диференційовані) інвестиції, але не мають стабільного портфеля цінних паперів.

- **Інвестиційні дилери** (торговельні компанії, інвестиційні банки, фондові доми та ін.). Прагнуть отримати прибуток шляхом спекулятивної гри на зміні вартості фондових інструментів. Фактично останню групу можна зарахувати і до фінансових посередників.

**Фінансові посередники** — це компанії, що надають професійні послуги, опосередковуючи діяльність між емітентом та інвестором, з метою отримання прибутку. Вони є професіоналами фондового ринку, що спеціалізуються на роботі з цінними паперами, здійснюють посередницьку діяльність з випуску й обігу цінних паперів, діючи на фондовому ринку за дорученням і за рахунок клієнтів (брокерська діяльність), за власний рахунок (дилерська діяльність), за дорученням емітента у процесі первинного розміщення цінних паперів а також надають інші послуги (наприклад, управління портфелем цінних паперів, інвестиційне консультування, реєстраційні функції). Такі установи зобов'язані мати власний капітал, адекватний обсягу їх операцій на РЦП. Поряд з ними РЦП обслуговують *банківські установи*, які нарівні з іншими фінансовими та кредитними функціями можуть здійснювати посередницьку діяльність з випуску й обігу цінних паперів, виконувати операції на фондовому ринку за власний рахунок, за дорученням і за рахунок клієнтів, здійснювати реєстраційні функції, а також надавати позики, пов'язані з цінними паперами.

### **Класифікація посередницьких операцій банків на РЦП**



*Дилерські операції* — це діяльність з цінними паперами, що передбачає купівлю-продаж цінних паперів за власний рахунок з метою перепродажу третім особам.

*Брокерські операції* — це такі, що здійснюються за рахунок та від імені клієнта.

*Довірчі операції* в Україні, як правило, полягають у прийнятті коштів або фінансових активів у довірче управління з подальшим їх розміщенням і не дістали великого поширення. Такі операції передбачають створення структурованого інвестиційного портфеля, який продається клієнту у формі сертифікату трасту. В Україні подібні операції можуть бути оформлені тільки за умови створення банком нової юридичної особи — інвестиційного фонду.

*Андеррайтинг* — це діяльність з випуску цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок клієнта шляхом організації підписки на цінні папери або їх реалізації іншим способом; це купівля на первинному ринку цінних паперів з подальшим перепродажем інвесторам.

### ***Основні показники діяльності торговців цінними паперами в Україні***

Показник	2000 р.	2001 р.	2002 р.
Кількість торговців (дані на кінець року)	839	859	860
Обсяги торгів на фондовому ринку, млрд. грн.	39,233	68,481	108,608
Частка в загальному обсязі торгів комерційних банків, що є торговцями, %	43,42	39,73	27,06
Частка в загальному обсязі торгів інвестиційних компаній, що є торговцями, %	19,23	11,78	8,30
Частка в загальному обсязі торгів інших торговців, %	37,32	48,49	64,64

**Завдання 1.** За даними таблиці 2002 р. визначити питому вагу різних торговців цінними паперами в Україні.

**Завдання 2.** За даними таблиці за 2000–2002 рр. визначити питому вагу комерційних банків у торгівлі цінними паперами. Яку тенденцію можна визначити, використовуючи ці дані? Зробіть висновок про місце банківських установ у системі суб'єктів РЦП.

### ***Питання для самоконтролю***

1. Особливості РЦП як сегмента фінансового ринку.
2. Фактори виникнення та розвитку РЦП.
3. Принципи функціонування РЦП.

4. Функції первинного та вторинного ринків.
5. Організований позабіржовий ринок. Наведіть приклади.
6. Основні групи суб'єктів РЦП.
7. Суб'єкти РЦП, що виконують функції і емітентів, і інвесторів, і фінансових посередників.
8. Об'єднання підприємств, пов'язаних в одне ціле системою взаємної участі, — це:
  - а) фінансова компанія;
  - б) холдингова компанія;
  - в) фінансова група.
9. Функції, які виконує траст.
10. Відмінності інвестиційної компанії та інвестиційного фонду.
11. Фінансові посередники, що функціонують на РЦП.

[1; 3; 6; 9; 12; 16; 17; 24]

МАУП

## Тема 2. Інструменти ринку цінних паперів

**Цінні папери** — це грошові документи, що засвідчують право володіння або відносини позики між особою, яка їх випустила, та їх власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або процентів, а також можливість передання грошових та інших прав, що випливають із цих документів, іншим особам.

**Розглянемо фундаментальні властивості цінних паперів.**

**Ринковість** — це здатність цінних паперів купуватися та продаватися на ринку, бути самостійним платіжним засобом, а також об'єктом інших цивільних відносин (позики, спадщини, дарування, гарантії тощо).

**Дохідність** — це властивість цінних паперів бути засобом збереження і нагромадження багатства.

**Ризикованість** — це властивість цінних паперів завдавати їх власникам грошових витрат через зменшення своєї дохідності з різних причин.

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

**Спекулятивність** — це можливість цінних паперів стати об'єктом спекуляції.

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

### Класифікація цінних паперів

Ознака класифікації	Види цінних паперів
1	2
Економічна природа	Відносини співвласності — акція Кредитні відносини — облігація, нота, вексель

1	2
Тип права, що реалізується	Грошові вимоги — облигація, вексель Майнові права — інвестиційний сертифікат, закладна, коносамент Участь в управлінні — акція
Тип втіленої власності	Грошові — облигація, вексель Капітальні: незамінні — ощадний сертифікат, закладна замінні — облигації державної позики, приватної фірми, акція, інвестиційний сертифікат
Економічний статус	Фондові: першого порядку (первинні) — акція, облигація, банківський вексель другого порядку (вторинні) — опціон, ф'ючерс, варант Комерційні третього порядку — вексель, коносамент, акредитив
Матеріальна форма	Відособлені документи Записи на рахунках
Вираження номіналу	Національна валюта Іноземна валюта Подвійного вираження
Форма власності	Державні: уряду, міністерств, відомств, муніципальні — облигація, нота, казначейський вексель Недержавні: банків — акція, облигація, вексель корпорацій — акція, облигація, вексель індивідуальні — вексель, чек
Національна належність	Національні Міжнародні: іноземних емітентів міжнародних емітентів
Специфіка	Випускаються тільки банком — депозитні й ощадні сертифікати, валютні ф'ючерси й опціони, чеки Випускаються банками та іншими емітентами — коносаменти, товарні ф'ючерси, опціонні контракти
Цільова орієнтація	Інвестиційні Ринкові
Оборотність	Оборотні Необоротні З обмеженою оборотністю

1	2
Фіксація дохідності	З фіксованим доходом — привілейована акція, облігація, вексель, казначейські зобов'язання З плаваючою ставкою доходу — облігація з плаваючим відсотком З доходом, що залежить від розміру прибутку — акція, інвестиційний сертифікат
Порядок відзиву	Відзивні Невідзивні
Передання майнових прав	На пред'явника — облігація на пред'явника, акція на пред'явника Перевідні — перевідна облігація, перевідний вексель Іменні — закладна, іменна акція, акредитив
Черговість задоволення претензій	Старші — облігація, привілейована акція Молодші — прості акції
Терміновість погашення	Короткотермінові — до одного року Середньотермінові — 1–5 років Довготермінові — понад 5 років Безтермінові
Порядок виконання терміну погашення	Термінові Термін за пред'явленням

**Пайові цінні папери** — це папери, за якими емітент не несе зобов'язання повернути кошти, інвестовані у його діяльність, але підтверджують участь у статутному фонді й надають власникам право на участь в управлінні справами емітента й отримання частки прибутку у вигляді дивідендів та частки майна при ліквідації. Зокрема, це акції, інвестиційні сертифікати.

**Боргові цінні папери** — це папери, за якими емітент несе зобов'язання повернути у визначений термін кошти, інвестовані в його діяльність, але не дають права власникам на участь в управлінні справами емітента. Зокрема, це облігації, векселі.

**Похідні фінансові інструменти** — опціони, ф'ючерси, варанти — це особливі фондові цінності, що фіксують проміжні права партнерів при укладенні угоди. Вони не дають ані права власності, ані права на отримання доходу, але засвідчують право на купівлю або продаж цінних паперів різних видів (найчастіше акцій).



## Ринок акцій

**Акція** — це цінний папір без встановленого строку обігу, що засвідчує пайову участь у статутному капіталі акціонерного товариства, підтверджує членство в ньому та право на участь в управлінні ним; дає право на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства. Акції займають близько 30 % загального фінансування на РЦП провідних країн.

*Випуск акцій* здійснюється в таких випадках:

- при акціонуванні, заснуванні акціонерного товариства для формування статутного капіталу; **мета** — забезпечити початковий капітал при розширенні господарської діяльності;
- при залученні додаткових фінансових ресурсів у процесі господарської діяльності; **мета** — додатково мобілізувати капітал для збільшення статутного фонду;
- при реорганізації компанії в акціонерне товариство чи для обміну з метою злиття з іншою компанією.

У процесі випуску акцій формується номінальна вартість однієї акції, що розраховується за формулою

$$НВА = СФ/ЗКА,$$

де СФ — розмір статутного фонду; ЗКА — загальна кількість випущених акцій.

Номінальна вартість випуску акцій

$$НВВ = НВА \cdot ЗКА.$$

Акціонер не має права повернути акції компанії, що їх випустила, але може продати їх на вторинному ринку. Акціонерне товариство може викуповувати у акціонерів їх акції з метою подальшого перепродажу, поширення серед своїх працівників або анулювання. Ці акції повинні бути реалізовані або анульовані упродовж одного року. У цей період розподіл прибутку, а також голосування й визначення кворуму на загальних зборах акціонерів здійснюються без урахування придбаних акціонерним товариством власних акцій.

Після придбання акцій між емітентом та акціонером виникають певні відносини (права і обов'язки). До *прав емітента* належать такі: право на визначення напрямків господарської діяльності; право на ук-

ладення контрактів від власного імені; право відповідати за власні обов'язки і не відповідати за обов'язки акціонера; право розпоряджатися випущеними, але не сплаченими у встановлені строки акціями; право витребувати інформацію, яку акціонер зобов'язаний повідомляти емітентові згідно зі статутом. До основних *обов'язків емітента* зараховуються такі: обов'язок надсилати акціонерам щорічні звіти про результати господарської діяльності та фінансове становище підприємства; сплата дивідендів у строки, зазначені у статуті чи в умовах випуску акцій; проведення щорічних зборів акціонерів та ін. *Права акціонера* поділяються на *майнові* та *немайнові*. До майнових належать право на отримання доходу у вигляді дивіденду; право на отримання частки майна емітента, грошових коштів, цінних паперів, майнових прав, які залишаються у нього після розрахунку з бюджетом та кредиторами; право на придбання за пільговою ціною акцій нового випуску або інших цінних паперів, що випускаються емітентом; право на придбання за пільговою ціною товарів та послуг, що виробляються емітентом; право на обмежену відповідальність у межах пайової участі за боргами емітентів перед третіми особами (кредиторами чи партнерами з господарської діяльності) у випадку ліквідації останнього. До немайнових прав належать право на участь в управлінні справами емітента; право голосу на загальних зборах акціонерів; право на висунення кандидатур у виборні керівні органи емітента; право на внесення пропозицій щодо господарської діяльності емітента; право на отримання регулярних звітів емітента про результати його господарської діяльності та фінансове становище; право на отримання від емітента інформації, що може істотно вплинути на рішення акціонера про купівлю нових або продаж старих акцій та ін. Основні *обов'язки акціонерів*: своєчасно сплачувати вартість акцій, що продаються за підпискою; за запитом емітента повідомляти, він є дійсним чи номінальним власником акцій; надавати емітенту інформацію, що заноситься до книги реєстрації іменних цінних паперів; доводити до відома емітента в разі придбання п'яти і більше відсотків випущених акцій та ін. Сукупність прав та обов'язків визначається типом цінного паперу, що належить утримувачу.

**Типи акцій:** *прості та привілейовані.*

За привілейованими акціями власник:

- отримує фіксований дивіденд незалежно від коливання прибутку;
- не має права голосу;
- має першочергове право задоволення претензій у разі ліквідації компанії.

Привілейовані акції не можуть бути випущені на суму понад 10 % статутного фонду товариства.

*Види привілейованих акцій:*

- кумулятивні (найпоширеніші) — передбачають накопичені, але не оголошені дивіденди. Сплачуються до сплати дивідендів за звичайними акціями;
- некумулятивні — акціонери можуть втратити дивіденди, якщо рада директорів не оголосила їх сплату;
- з часткою участі — дають змогу власникам отримати додаткові дивіденди понад оголошену суму, якщо дивіденд за звичайними акціями перевищує оголошену суму (тобто передбачають участь у залишку прибутку);
- конвертовані — можуть бути обмінені на певну кількість звичайних акцій за обумовленою ціною; їх курсова динаміка близька до звичайних акцій порівняно з іншими привілейованими акціями;
- зі ставкою дивіденду, що корегується — дивіденд на відміну від акцій з фіксованою ставкою змінюється залежно від коливання відсоткових ставок за короткостроковими державними облігаціями (чи іншими фінансовими інструментами);
- відзивні — можуть бути відізовані (викуплені) емітентом за ціною з надбавкою до номіналу.

Якщо емітент випускає кілька видів привілейованих акцій, вони можуть поділятися на категорії А (більше пільг при сплаті дивіденду і погашення при ліквідації) та В (зазначених пільг не мають).

*За звичайними (простими) акціями власник:*

- отримує дивіденд (чи частину прибутку), що залишається після сплати дивідендів за привілейованими акціями;
- отримує право голосу на загальних зборах акціонерів, тобто право на участь у керуванні акціонерною власністю.

*Розмір дивідендів визначається так:*

$$D = \frac{P(d)}{S(i)},$$

де  $P(d)$  — розподільний прибуток, одержаний у поточному році, або частина накопиченого нерозподільного прибутку, яка йде на виплату дивідендів;  $S(i)$  — загальна кількість акцій, що перебувають у власності акціонерів у поточному році.

Середня кількість акцій розраховується як середня арифметична акцій, що перебували в обігу на початку року та в його кінці:

$$S(i)_{average} = \frac{S(i)1 + S(i)2}{2}.$$

Розподільний чистий прибуток визначається як різниця між чистим прибутком і нерозподільним чистим прибутком: РЧП = ЧП – НЧП. Нерозподільний чистий прибуток виключає витрати на розвиток господарської діяльності, соціальний розвиток підприємства, оплату праці та резервний фонд:

$$\text{НЧП} - (\text{РГД} + \text{СРП} + \text{ОП} + \text{РФ}).$$

Зменшення випуску привілейованих акцій зазвичай пов'язано з погіршенням економічної кон'юнктури, внаслідок чого зменшуються прибутки компанії (а ставка відсотка за привілейованими акціями залишається фіксованою), в той час як на звичайні акції депресії впливають меншою мірою і їх випуск може бути збільшений для додаткової мобілізації капіталу в разі погіршення платоспроможності компанії.

Акціонер може мати у власності будь-яку кількість акцій одного емітента, якщо це обумовлено статутом емітента. Якщо акціонеру належить значна кількість акцій, то в цьому разі йдеться про пакет акцій. Іншими словами, під **пакетом акцій** розуміється наявність у власності одного акціонера певної кількості акцій одного емітента. За кількості акцій у пакеті розрізняють значний та контрольний пакети акцій.

Під **значним** розуміється такий *пакет акцій*, який дає змогу акціонеру суттєво впливати на справи емітента. Акціонер має можливість висувати своїх кандидатів у раду директорів. Впливати на формування виконавчого органу емітента (правління), а також на вибір напрямків діяльності емітента. Значні пакети акцій мають певні кількісні критерії. Наприклад, у США значними вважаються пакети акцій, що складаються з 10, 20 та 40 % акцій одного емітента, в Європейському Співтоваристві — з 5, 10 та 25 % акцій одного емітента.

За законами окремих країн акціонери, що володіють значними пакетами акцій (понад 5 %), повинні повідомляти про це емітента та спеціальні державні органи (Комісії з цінних паперів). Так, в Україні

реєстратор, який веде реєстр власників іменних цінних паперів емітента, повинен повідомляти Антимонопольний комітет України про кожний факт придбання акціонером понад 10 % акцій одного емітента.

Під *контрольним пакетом акцій* певного емітента традиційно вважається такий пакет, на основі якого акціонеру належить “50 % + + один голос”. Це означає, що всі значніші, ніж цей, пакети акцій так само є контрольними. Акціонер, який володіє контрольним пакетом акцій, має змогу висувати в раду директорів або правління свого кандидата, вносити на зборах акціонерів будь-яку пропозицію, визначати напрямки діяльності емітента тощо. На практиці залежно від рівня розпорошеності акціонерного капіталу контрольні пакети акцій можуть бути з меншими відсотками, наприклад, 20, 30 чи 40 %. Контрольні пакети акцій треба обов’язково реєструвати, як і значні.

### ***Фінансові коефіцієнти оцінки акцій***

Вирішуючи питання щодо купівлі-продажу акцій емітента, інвестор насамперед повинен їх оцінити. У практиці розвинених ринків використовуються найрізноманітніші якісні та кількісні показники оцінки акцій. Часто кількісні показники (поточна ціна до доходу на одну акцію) доповнюють якісними (оцінка надійності емітента, його перспективності, рентабельність, рівень ліквідності). Іншими словами, на практиці оцінка акцій є оцінкою не лише безпосередньо цінного паперу, а й фінансового стану емітента.

Оцінка ефективності інвестицій в акції залежить від чисельних факторів: макроекономічних для оцінки конкретної галузі, місця компанії на ринку, ефективності управління, фінансового стану та перспектив розвитку. Одним з основних показників є *чистий прибуток* (після сплати податків та відсотків) з розрахунку на одну акцію. За допомогою цього показника розраховується *коефіцієнт оцінки ефективності інвестицій* — співвідношення ціни акції ( $P$ ) до розміру доходу (після сплати податків та відсотків) на одну акцію ( $E$ ) (price-earning):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Price}}{\text{EPS}},$$

де  $\text{Price}$  — ринкова ціна однієї акції;  $\text{EPS}$  — дохід на одну акцію в певному році.

$$EPS = \frac{E(NP)}{S(i)};$$

де  $E(NP)$  — чистий прибуток, одержаний емітентом у конкретному році;  $S(i)$  — середня кількість акцій, які перебувають у власності емітента в тому ж році.

У періоди економічного спаду вартість активів зменшується і відповідно зменшується значення коефіцієнта оцінки ефективності інвестицій; у періоди економічного підйому значення цього коефіцієнта збільшується. Так, у США в період депресії  $P/E = 7 - 9$ , у період підйому  $P/E = 15 - 18$ .

Крім макроекономічної ситуації на коефіцієнт оцінки ефективності інвестицій впливають також темпи приросту прибутку: що вищі ці темпи, то більший цей коефіцієнт.

До основних показників належить також коефіцієнт  $P/S$  (price-sales) — відношення ціни акції ( $P$ ) до обсягу продажів (від реалізації продукції) з розрахунку на одну акцію ( $S$  — валовий дохід на одну акцію).

За економічної стабільності для великої компанії  $P/S = 0,4 - 0,8$ . Якщо при стабільному фінансовому стані компанії значення  $P/S$  нижче цього рівня, це означає, що акції недооцінені.

Одним з підходів до оцінки ефективності вкладень є *оцінка вартості активів* компанії. Відношення ціни акції ( $P$ ) до балансової вартості активів на одну акцію ( $B$ ) становить коефіцієнт  $P/B$  (price-book value). Якщо  $P/B < 1$ , то цінний папір недооцінений.

### **Ринок облігацій**

*Облігація* це борговий цінний папір, що засвідчує внесення її власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного паперу в зазначений у ньому строк із виплатою фіксованого процента (якщо інше не передбачене умовами випуску). АТ може випустити облігації на суму не більше 5 % від розміру статутного фонду і лише після повної оплати всіх випущених акцій. У загальному обсязі запозичених на міжнародному ринку капіталів найбільша частка припадає на облігації (понад 60 %).

*Особливості облігацій:*

- утримувач облігації є кредитором, а не співвласником;

- власник облігації отримує визначений і фіксований відсоток, що сплачується йому до сплати будь-яких інших платежів (старший цінний папір);
- облігація приносить дохід тільки в межах обумовленого строку;
- власник облігації не має права голосу (не бере участі в управлінні);
- відсоткові платежі, що сплачуються за облігаціями підприємств, належать до витрат і вираховуються до оподаткування (тоді як джерелом дивідендів є чистий прибуток, отриманий компанією після оподаткування).

Облігація повинна містити такі реквізити: назву цінного паперу, назву та місцезнаходження емітента, для іменної облігації — ім'я власника, номінальну вартість, строк погашення, розмір і строки сплати відсотків, місце й дату випуску, серію й номер, підпис керівника емітента.

***Класифікуються облігації*** за різними ознаками.

*За методом забезпечення:*

- державні чи муніципальні, виплати за якими забезпечуються гарантіями держави чи муніципалітету;
- облігації приватних корпорацій, які забезпечуються заставою майна, переданням прав на нерухомість, доходами від програм і проєктів;
- облігації приватних корпорацій без спеціального забезпечення.

*За методом виплати доходу:*

- виплачуються лише відсотки, строк викупу не обумовлюється;
- виплата відсотків не передбачається (облігації дисконтні, з нульовим купоном);
- відсотки виплачуються разом з номіналом наприкінці строку;
- періодично виплачуються відсотки, а в кінці строку — номінал чи викупна ціна (переважаючі).

*За строком погашення:*

- з фіксованою датою погашення;
- без зазначення дати погашення, або безстрокові, тобто емітент не обумовлює конкретний строк, але облігації можуть бути викуплені в будь-який момент (наприклад, французька рента).

*За засобом погашення:*

- разовим платежем;
- розподіленими в часі погашеннями обумовленої частки номіналу;
- послідовним погашенням частки загальної кількості облігацій (відповідні облігації називаються серійними; часто таке погашення здійснюється за допомогою лотерей).

За цільовим призначенням:

- корпоративні;
- державні, що випускаються центральним урядом та місцевими органами влади.

Корпорації випускають облигації з метою мобілізації грошових ресурсів для оновлення основного капіталу, заміни обладнання й розширення виробничих можливостей. Облигації випускаються тоді, коли не вистачає власних фінансових джерел (наприклад, нерозподілений прибуток, амортизаційні відрахування). За метою фінансування розрізняють облигації корпорацій промислові, екологічні, іпотечні та сезонні. Цільове призначення визначає відмінності в умовах випуску облигацій, термінах їх обігу, характері забезпечення, а все перелічене впливає на дохідність облигацій. Відмінності у виборі виду облигації зумовлюються такими факторами, як галузева специфіка (технологія і тривалість виробництва), фінансовий стан компанії та її місце на фондовому ринку. Так, компанії гірничодобувної та нафтової галузей промисловості потребують не тільки більших, ніж компанії обробної промисловості, капіталів, а й триваліших термінів їх окупності (до 30 років).

Облигації центрального уряду і місцевих органів влади зазвичай використовуються як механізм для покриття бюджетного дефіциту, коли для збалансування бюджетних видатків недостатньо податкових надходжень. Згідно з теорією Кейнса фінансування державних витрат через випуск запозичень, є *дефіцитним фінансуванням*. Збільшення випуску державних цінних паперів призводить до вилучення з ринку значних позичкових капіталів, які могли б бути спрямовані у виробничу сферу для прискорення темпів економічного підйому.

### **Оцінка якості облигацій. Рейтинги**

Якість і надійність цінного паперу є суттєвим фактором динаміки їх продажу на фондовому ринку. При визначенні якості цінного паперу, вже на етапі емісії враховуються платоспроможність емітента цінного паперу, його фінансова стабільність, стан матеріальних та нематеріальних активів, розмір і структура боргу, якість управлінського персоналу, прогнози розвитку галузі та інші чинники. У більшості країн, якщо цінний папір не зазнав відповідної оцінки, він не буде допущений до продажу широкому колу інвесторів. Що вищий ризик несплати, то нижчу якість має цінний папір; що вища якість цінного папера, тим нижчий відсоток за ним сплачується.



Здійснюються різні рейтинги інвестиційних агентств (Standart's end Poor's, Moody's); при цьому цінні папери розподіляються на класи за їх якість.

### Рейтинги облігацій

<i>Standart's end Poor's</i>		<i>Moody's</i>	
Клас	Характеристика	Клас	Характеристика
AAA	Найсильніші	Aaa	Максимальної якості
AA	Дуже сильні	Aa	Високої якості
A	Сильні	A	Вище середнього ступеня якості
BBB	Адекватні (до цього рівня вважаються безпечними)	Baa	Середній ступінь якості
BB	Переважно спекулятивні	Ba	Спекулятивні елементи
B	Переважно спекулятивні, широко змінювані (з погіршенням ринкової кон'юнктури відсотки не сплачуються)	B	Недостатні характеристики для бажаних інвестицій
CCC	Переважно спекулятивні	Saa	Погане становище
CC	Переважно спекулятивні	Sa	Спекулятивність високого ступеня
C	Почався процес банкрутства, але платежі продовжують сплачуватись	C	Нижчий клас
D	Зобов'язання не виконуються		
У категоріях від AA до B може додаватись знак "+" чи "-" для додаткової градації		У категоріях від Aa до B можуть додаватись цифри 1-3 для додаткової градації	

### Способи первинного розміщення цінних паперів

Первинне розміщення цінних паперів здійснюється емітентом у межах первинного ринку двома основними способами: через прямий продаж інвесторам; через посередництво фінансових інститутів (андеррайтинг чи підписку).

*Приватне розміщення (прямий продаж)* здійснюється без об'яв у пресі й залучення широкого кола покупців. Емітент самостійно знаходить покупців, при цьому інвестиційний банк може виконувати консультаційні чи агентські функції. Такий спосіб застосовується доволі

рідко; найчастіше емітент не тільки добре відомий, а й підтримує зв'язки з потенційним інвестором. Зокрема, прямий продаж застосовується на ринку корпоративних облігацій при продажу їх безпосередньо інституційним інвесторам. Прямий продаж дає можливість уникнути витрат, пов'язаних з процедурою публічних випусків та оплатою послуг посередників.

*Відкрите* (public offer — публічна пропозиція) розміщення цінних паперів серед необмеженого кола інвесторів супроводжується публічним оголошенням, рекламною кампанією та реєстрацією проспекту емісії, що повинен містити вичерпну інформацію про емітента. У разі публічного розміщення паперів інвестиційний банк чи брокерська фірма виконують посередницькі функції і, розміщуючи цінні папери від імені корпорації, отримують комісійну винагороду.

Функції андеррайтерів виконують, як правило, інвестиційні банки, інвестиційні компанії, брокерські фірми, а в деяких країнах і комерційні банки. При такому способі розміщення, андеррайтер гарантовано викуповує всю емісію цінного паперу за узгодженим з емітентом курсом з метою подальшого розміщення серед інвесторів. При подальшому продажу цінного паперу інвесторам андеррайтер отримує прибуток від підвищення його курсу. Перевага цього способу розміщення полягає в тому, що емітент одразу отримує весь необхідний обсяг фінансування. Зобов'язуючись викупити емісію, андеррайтер оцінює якість цінного паперу та надійність емітента.

#### ***Частка банків на ринку послуг з андеррайтингу облігацій за I півріччя 2003 р. в Україні***

Показник	Значення
Частка банків у загальній кількості андеррайтерів	85,00
Частка банків у загальному обсязі розміщених облігацій	99,45
Частка емітентів, облігації яких розміщували банки, у загальній кількості емітентів, включених у рейтинг	87,50
Частка випусків, облігації яких розміщували банки, у загальній кількості випусків, включених у рейтинг	90,70

На практиці розрізняють два *типи андеррайтингу*: *договірний* та *конкурсний*. У разі розміщення емісії невеликої компанії напевне застосовуватиметься договірний тип або укладатиметься угода безпосе-

редньо між емітентом та андеррайтером. У разі конкурсного розміщення фінансові посередники можуть конкурувати за отримання права на первісну пропозицію цінного паперу інвесторам. Ця ситуація виникає при розміщенні великих емісій відомих емітентів. У цьому разі для подолання конкуренції може бути створений емісійний консорціум. *Емісійний консорціум* — це тимчасове товариство на основі публічного права. У його основу покладено консорціальний договір, що визначає цілі консорціуму, склад його учасників, керівництво, порядок розподілу прибутків та збитків, відповідальність учасників і термін його діяльності. Метою емісійного консорціуму може бути не тільки випуск та первинне розміщення цінних паперів, а й введення їх у біржовий обіг, підтримка курсу та ін. Якщо в консорціальному договорі визначено довготривалу ціль, наприклад, розміщення державних позик, він може існувати тривалий період.

До способів первинного розміщення належать і такі:

- *конкурентні торги* — компанія після визначення умов емісії реалізує її обмеженому колу фінансових посередників у вигляді аукціонного торгу. Ціна розміщення встановлюється за принципом аукціону: власником цінних паперів стає інвестор, який запропонує найвигідніші умови;
- створення великими компаніями власних фінансових підрозділів без посередництва інвестиційних банків чи брокерів з метою економії витрат розміщення.

### ***Ринок векселів***

***Вексель*** — це цінний папір, який засвідчує безумовне грошове зобов'язання боржника сплатити після настання певного строку відповідну суму грошей власнику векселя (векселедержателю).

*Особливості* векселя:

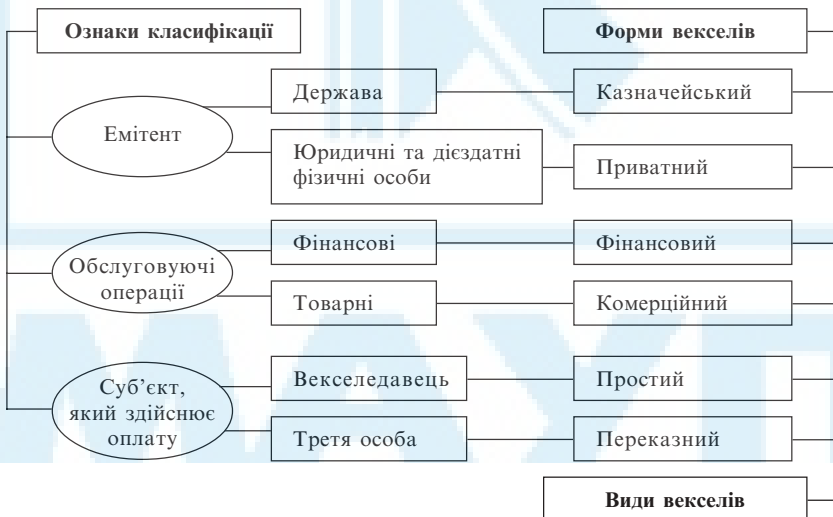
- це абстрактне боргове зобов'язання (його текст не містить будь-яких пояснень щодо появи грошового боргу);
- обов'язковість оплати згідно з положеннями, що містяться у векселі (беззастережність);
- виписується на порівняно короткий період (формально в межах року, фактично найчастіше на один–три місяці);
- предметом вексельного зобов'язання можуть бути лише гроші, тобто кошти у формі національної чи іноземної валюти;
- виникнувши на основі комерційної угоди (контракту, договору), вексель з часом відокремлюється від неї.

### Функції векселя:

- оформлення короткострокового кредиту, наприклад, коли поставачальник продукції зацікавлений у її реалізації покупцю, але той на час укладення угоди не має необхідних коштів. У цьому разі поставачальник у рахунок майбутнього платежу бере з покупця вексель, сума якого з урахуванням платежу і процентів за кредит як правило, перевищує суму товарної угоди;
- платежу дає змогу отримати гроші, не чекаючи строку платежу; його можна продати або закласти в заставу в комерційний банк. Придбавши вексель, банк до настання строку оплати утримує його у себе, стягуючи при цьому певну суму (обліковий процент), тобто купує векселі зі знижкою або з дисконтом. У цьому разі банк перебирає на себе функцію кредитора, а при настанні строку сплати стягує борг з векселедавця;
- контролю за виконанням зобов'язань суб'єктами господарського життя;
- скорочення грошової та кредитної маси в обігу, а отже, і стримування інфляції.

**Види векселів:** простий та переказний. Простий вексель є безумовним зобов'язанням векселедавця (боржника) сплатити векселедержателю

### Класифікація векселів



телю фіксовану суму грошей із зазначенням строку та місця оплати, за розпорядженням кого повинна бути здійснена оплата, а також дати підписання векселя. *Переказний вексель (тратта)* — це наказ векселедавця (*трасанта*) платнику (*трасату*) виплатити фіксовану суму грошей у вказаний період третій особі (*ремітенту*). Платник стає боржником за векселем після того, як погодиться на його сплату (*акцепт*). Векселедержатель, що записаний у векселі, називається першим векселедержателем (*ремітентом*). При подальшому передаванні векселя законним векселедержателем є особа, яка гарантує своє право на безперервній кількості переказних записів на векселі (*індосаментів*).

Розглянемо основні *форми векселів*.

*Комерційний вексель (commercial bill)*. Випишується для фінансування торгових чи інших комерційних операцій.

*Фінансовий вексель*. За цим векселем не стоїть конкретна товарна угода, він оформляє міжбанківські боргові відносини.

*Казначейський вексель (treasure bill)*. Це цінний папір, що емітується державою з метою забезпечення короткострокового фінансування (на 3, 6 чи 12 місяців). Казначейські векселі, що випишуються на пред'явника, переважно фіксують зобов'язання уряду і продаються від його імені банкам, іншим кредитним установам і корпораціям з метою отримання готівки для покриття поточного бюджетного дефіциту.

В умовах сучасної ринкової економіки векселі стали об'єктом купівлі-продажу та формою інвестування капіталу на короткий період з метою отримання доходу, тобто перетворились на особливий вид цінних паперів.

Найпоширенішим способом розрахунків за векселями стало їх інкасування в комерційних банках. *Інкасування векселів* — це банківська розрахункова операція, за допомогою якої комерційний банк за дорученням клієнта-векселедержателя бере на себе відповідальність за пред'явлення векселя платникові та отримання в зазначений строк належних платежів за відвантажені товарно-матеріальні цінності й надані послуги і зараховує їх на рахунок клієнта. Оплачений вексель повертається боржникові з відповідною поміткою. У разі несплати векселя банк передає його до опротестування, а потім повертає кредиторіві.

*Облік, або дисконт, векселів* полягає в тому, що банк, обліковуючи вексель, негайно сплачує його вартість пред'явникові, а платіж от-

римує лише з настанням зазначеного у векселі строку. Економічна сутність цієї операції полягає в достроковій грошовій реалізації векселя його держателем банку і перетворенні комерційного кредиту на банківський. Процес обліку векселів виникає внаслідок того, що продавець продукції, ставши векселедержателем, під впливом нерівномірності надходжень і видатків у процесі своєї виробничо-комерційної діяльності відчуває нагальну потребу у грошах для розрахунку з власними кредиторами. Сукупність операцій комерційних банків з обліку векселів утворюють обліковий (дисконтний) ринок.

**Завдання 1.** Визначити номінальну вартість акцій акціонерного товариства за такими даними: статутний фонд — 4500000 грн, загальна кількість акцій — 250000 шт.

**Завдання 2.** Визначити розмір дивідендів, які акціонерне товариство повинно виплатити акціонерам, за такими даними: чистий прибуток товариства за результатами річної господарської діяльності становить 1780420 грн. Згідно із рішенням зборів акціонерів на оплату праці буде спрямовано 250000 грн; на розвиток господарської діяльності, соціальний розвиток та поповнення резервного фонду кошти не виділятимуться; загальна кількість акцій, що перебували в обігу на початку року становила — 10020 шт., наприкінці — 7068 шт. За яких умов розмір дивідендів дорівнював би нулю.

**Завдання 3.** За даними завдання 2, розрахувати дохід на одну акцію. Порівняти розмір дивідендів та дохід на акцію. Поміркувати, коли дивіденди дорівнюють доходу на акцію.

**Завдання 4.** Обсяги реалізації продукції в поточному році становлять 250000 грн, в обігу перебуває 4000 акцій з поточною ціною 23 грн за акцію. Розрахувати коефіцієнт  $P/S$  і за результатом зробити висновок про правильність оцінки акцій.

**Завдання 5.** За результатами річної господарської діяльності чистий прибуток компанії становив 17200 грн, на початку року в обігу перебувало 10914 акцій, наприкінці — 11020 акцій. Поточна ціна акції на кінець періоду становила 12 грн. Розрахувати співвідношення ціни акції до доходу на одну акцію. Проаналізувати результати.

**Завдання 6.** Чистий прибуток компанії — 3,2 млн грн, компанія має в обігу 450000 звичайних акцій. Річні сукупні дивіденди на привілейовані акції становлять 400 тис грн. Розрахувати прибуток на акцію.

**Завдання 7.** Поточна ціна акції — 6 грн, балансова — 7,2. Розрахувати співвідношення ціни до балансової вартості. Зробити висновок про правильність оцінки акцій.

### *Питання для самоконтролю*

1. Визначення поняття “цінний папір”.
2. Які фундаментальні властивості цінних паперів забезпечує функціонування вторинного ринку?
3. Основні ознаки класифікації цінних паперів.
4. В яких випадках здійснюється випуск акцій?
5. Як визначається номінальна вартість акції?
6. Які права власника задовольняє звичайна акція?
7. Чи може вважатися контрольним пакет акцій, що містить 40 % акцій одного емітента?
8. Основні види привілейованих акцій.
9. Відмінності звичайних та привілейованих акцій?
10. Причини встановлення кількісного обмеження при випуску привілейованих акцій.
11. Фінансові коефіцієнти, що застосовуються для оцінки ефективності інвестицій в акції.
12. Які права власника задовольняє облігація?
13. Переваги та недоліки прямого розміщення цінних паперів і через андеррайтинг.
14. Фактори впливу на визначення рівня якості цінного паперу. Як якість цінного паперу пов'язана з дохідністю?
15. Основні функції векселя.
16. Накресліть схему руху переказного векселя.

[5; 6; 8; 10; 18; 20; 24]



## Тема 3. Оцінка інструментів ринку цінних паперів: аналіз акцій і облігацій

### *Вартість капіталу як міра прибутковості*

Базове положення економічної теорії полягає в тому, що з часом гроші втрачають свою вартість. На це впливає безліч факторів: інфляція (загальне підвищення цін призводить до зниження купівельної спроможності); ризики, що з часом підвищуються (непевність у поверненні вкладених коштів чи можливість несприятливої зміни вартості цінного паперу); схильність до ліквідності (можливість реалізувати активи, щоб одержати гроші). Зміна вартості грошей з часом впливає на те, що інвестор, вкладаючи кошти розраховує, як зміниться їх майбутня вартість (з урахуванням отриманих відсотків) відповідно до їх теперішньої вартості (з урахуванням ризиків). Вкладаючи кошти інвестор сподівається на збільшення їх вартості й відповідно визначає норму прибутку (необхідну ставку доходу), на яку може погодитись. Розрахунок зміни вартості грошей з урахуванням цієї норми прибутку є визначенням *майбутньої вартості інвестиції* (Future Value).

$$FV = P(1 + r)^n,$$

де  $P$  — початковий депозит;  $r$  — річна ставка відсотка;  $n$  — кількість років, реалізації проекту.

Якщо виплати відбуваються частіше, ніж раз на рік, потрібно скорегувати останню формулу з урахуванням кількості нарахувань протягом року ( $m$ ):

$$FV = P\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}.$$

З позиції суб'єкта, що залучає капітал, необхідна ставка доходу є *вартістю капіталу*, яку буде сплачено за його користування; це рівень доходу, який має сплатити емітент, щоб спонукати інвестора



ризикнути і придбати акції чи облигації, випущені емітентом. Основне завдання фінансиста — досягти найвищої ефективності та прибутковості активів і водночас підтримувати на найнижчому рівні вартість капіталу, що залучається з різних джерел.

На вартість капіталу можуть впливати такі *фактори*: частка заборгованості у структурі капіталу фірми; фінансова стабільність; оцінка інвесторами надійності цінних паперів. Наприклад, при високому рівні заборгованості та фінансовій нестабільності інвестори купуватимуть цінні папери фірми тільки тоді, коли їх ризики компенсуюватимуться великими доходами. А стабільна фінансова репутація, низька заборгованість дають змогу фірмі випускати цінні папери з нижчою вартістю капіталу.

*Дисконтна ставка* — це відсоткова ставка, яка застосовується до майбутніх платежів з метою врахування ризику і непевності, що пов'язано з часом. При визначенні ставки дисконту базовими є такі принципи: з двох надходжень вищу дисконтну ставку має те, що надійде пізніше; що нижчий рівень ризику, то нижча дисконтна ставка; з підвищенням процентних ставок на ринку, підвищується дисконтна ставка. У фінансах вартість капіталу — це те саме, що й ставка дисконту. Висока дисконтна ставка (ставка доходу, який повинна сплатити фірма) означає низьку оцінку цінних паперів, а низька ставка дисконту — високу оцінку акцій чи облигацій. Оскільки продаж цих цінних паперів забезпечує емітента інвестиціями, то вартість фінансування підвищується, коли ціна цінного паперу знижується і зменшується, коли ціна цінного паперу підвищується.

Капітал, що залучається через випуск цінних паперів, інвестується для збільшення доходу фірми. Цей дохід (чи майбутні грошові потоки) вимірюється шляхом розрахунку теперішньої вартості майбутніх доходів та їх порівнянням з вартістю інвестицій. Емітент, залучаючи кошти для реалізації певного проекту, намагається оцінити *теперішню вартість майбутніх доходів* (грошових надходжень) з урахуванням вартості капіталу, яку буде сплачено інвестору. Теперішня вартість майбутніх доходів (Present Value) є зворотним значенням майбутньої вартості, визначеної за допомогою складного відсотка:

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^n},$$

або

$$PV = FV(1 - r)^n,$$

де  $FV$  — вартість майбутніх надходжень.

Теперішня вартість є основою для порівняння прибутковості різних проектів та інвестицій за певний період. **Прибутковість інвестицій** — це теперішня вартість грошових потоків за вирахуванням витрат на інвестиції. Коли теперішня вартість грошових потоків за вирахуванням витрат на інвестиції зводиться до нуля, одержуємо внутрішню ставку доходу ( $IRR$  — Internal rate of return).

Чиста теперішня вартість (Net Present Value)

$$NPV = PV - C,$$

або

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+k)^t} - C,$$

де  $C$  — початкові витрати;  $A_t$  — щорічні грошові потоки,  $k$  — ставка дисконту;  $t$  — порядковий номер року відповідно до грошового потоку, що надійшов у цей рік.

Якщо  $NPV > 0$ , проект прийнятний; якщо  $NPV < 0$ , проект слід відхилити; якщо  $NPV = 0$ , то отримуємо  $IRR$  (внутрішню ставку доходу).

Таким чином, чиста теперішня вартість є сумою очікуваних грошових потоків, дисконтованих за ставкою дисконту проекту, зменшеною на вартість коштів, інвестованих у проект.

Внутрішня ставка доходу визначається як коефіцієнт дисконтування, при якому  $NPV = 0$ . Визначити прибутковість інвестицій, можна порівнянням внутрішньої ставки доходу з вартістю капіталу. Якщо ця ставка перевищує вартість капіталу, фірма одержує більший дохід, ніж витрачає на сплату залученого капіталу. Якщо внутрішня ставка доходу нижча від вартості капіталу, фірма отримує менше, ніж витрачає для залучення коштів.

Розглянемо умовний приклад:

Інвестиції ( $C$ ) становлять 1000 грн; грошові потоки за роками відповідно ( $A$ ) — 200, 300, 350 та 500 грн, ставка дисконту ( $r$ ) 8 %.

Визначимо чисту теперішню вартість ( $NPV$ ) і проаналізуємо, чи доцільно залучати інвестиції.

Рік	Грошовий потік платежів ( $A$ ), грн.	Коефіцієнт дисконтування	Теперішня вартість $PV$ майбутніх доходів
1-й	200	$(1 + 0,08)^1$	185,18
2-й	300	$(1 + 0,08)^2$	257,20
3-й	350	$(1 + 0,08)^3$	277,97
4-й	500	$(1 + 0,08)^4$	367,65

Σ 1088,00 грн

Отже,  $NPV = 1088 - 1000 = 88$  грн.

Оскільки  $NPV > 0$ , проєкт прийнятний, його внутрішня ставка доходу вища від вартості капіталу.

Для полегшення розрахунку доцільно застосовувати спеціальні таблиці процентних факторів майбутньої та теперішньої вартості, де на основі двох змінних — кількості років реалізації проєкту та ставки дисконту розраховано значення коефіцієнтів зміни вартості:

$FVIF$  — процентний фактор майбутньої вартості,  $(1 + r)^n$ ;

$FVIFA$  — процентний фактор майбутньої вартості анюїтету, застосовується до рівномірних платежів протягом кількох років і розраховується як сума процентних факторів майбутньої вартості ( $FVIF$ ) за певну кількість років;

$PVIF$  — процентний фактор теперішньої вартості,  $(1 - r)^n$ ;

$PVIFA$  — процентний фактор теперішньої вартості анюїтету, застосовується до рівномірних платежів протягом кількох років і розраховується як сума процентних факторів теперішньої вартості ( $PVIF$ ) за певну кількість років.

Вартість капіталу є одиницею при оцінюванні прибутковості й доцільності капіталовкладень. Але капітал, який використовує фірма, надходить з різних джерел: як внутрішніх, так і зовнішніх. Фонди з внутрішніх джерел (наприклад, одержані за рахунок нерозподілених прибутків чи амортизації) зменшують потребу в зовнішньому фінансуванні. Вони є альтернативними щодо зовнішніх джерел і мають оптимально можливу вартість капіталу. Зовнішні джерела, у свою чергу, неоднорідні й можуть включати фінансування як за рахунок короткострокових банківських позик, так і за допомогою довгострокових

джерел (наприклад, облігацій) чи навіть безстрокових (як акцій). Кожне джерело має особливу вартість капіталу залежно від умов і тривалості залучення. Баланс фірми надає інформацію про походження фондів і дає змогу розрахувати вартість капіталу від кожного окремого джерела.

### *Розрахунок вартості капіталу від облігацій*

Вартість капіталу від облігацій нижча від вартості капіталу від акцій. Її визначають інвестори, які оцінюють ризики, пов'язані з платоспроможністю фірми та оцінкою можливості невиконання обіцяних платежів. Як правило, облігації випускаються з номінальною ціною (основна сума боргу), за якою будуть погашені на певну дату. Що триваліший обіг облігацій, то вище буде вартість капіталу чи відсоток, що сплачується власнику. Вартість капіталу може змінюватись залежно від рівня процентних ставок на ринку: якщо ринкові ставки високі, то й вартість капіталу від щойно випущених облігацій буде вищою, ніж тоді, коли ринкові ставки низькі. Частково вартість капіталу від облігацій визначається експертними компаніями, які оцінюють фінансовий стан та перспективи розвитку компанії і роблять висновки щодо якості облігацій. Вартість капіталу (дохід) від облігацій встановлюють інвестиційні банкіри, які беруть на себе відповідальність за розміщення емісії:

$$K_d = \frac{C_{pt}}{V_b},$$

де  $C_{pt}$  — річний купон на облігацію;  $V_b$  — розмір боргу.

Процес випуску облігацій потребує витрат, пов'язаних з реєстрацією емісії, пошуком інвесторів, розміщенням випуску. Зазвичай такі витрати ( $E$ ) становлять близько 2–5 % номінальної вартості. Тому при емісії облігацій номінальною вартістю 100 грн, фактично компанія отримує (з урахуванням витрат на випуск),  $100 \cdot (1 - 0,02) = 98$  грн. Вартість капіталу від такої облігації з фіксованим відсотком 8 %:

$$K_d = \frac{8}{100 \cdot (1 - 0,02)} = 0,0816 \text{ (або 8,16 \%)}.$$

Якщо розраховується вартість капіталу від раніше випущеної облігації, то розмір основного боргу не корегується щодо витрат на випуск.

Оскільки на облігацію сплачується інтерес, що утримується з доходу фірми до оподаткування, вартість капіталу від випуску облігації має бути скорегована з урахуванням цієї податкової знижки. Так, при податковій ставці 30 % наведена у прикладі облігація матиме таку справжню вартість капіталу:  $8,16 \cdot (1 - 0,30) = 5,71$  %. Саме податкова знижка призводить до того, що вартість капіталу від облігації, як правило, менша від вартості фінансування за іншими методами залучення капіталу.

Випускаючи облігації, фірма зобов'язується сплачувати фіксовані платежі і своєчасно погасити борг, що може виявитися небезпечним при зменшенні прибутків. Заборгованість фірми підвищує ризик неплатоспроможності й призводить до ускладнення розміщення нових емісій та підвищення вартості капіталу, тому фінансування за рахунок боргових зобов'язань вигідне лише до певної межі.

### ***Вартість капіталу від акцій***

Прагнучи досягти оптимальної структури капіталу, фірма намагається здійснювати фінансування за умов як найсприятливішої вартості капіталу з використанням можливостей різних видів цінних паперів.

Оскільки на привілейовану акцію зазвичай сплачується фіксований дивіденд, розрахунок вартості капіталу від неї подібний до розрахунку вартості капіталу від облігації:

$$K_p = \frac{D}{P_0},$$

де  $D$  — розмір дивіденду;  $P_0$  — поточна ринкова ціна акції.

Для щойно випущеної акції, як і для облігації, потрібно зробити поправку з урахуванням витрат на випуск ( $E$ ):

$$K_p = \frac{D}{P - E},$$

де  $P$  — поточна ціна привілейованого капіталу;  $E$  — витрати на емісію.

Вартість капіталу від звичайної акції виводять з трьох чинників: ціни акції, дивіденду та темпу приросту дивідендів. Отже,

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + G,$$

де  $D_1$  — розмір дивіденду майбутнього року;  $G$  — темпи приросту дивідендів.

Очікуваний розмір дивіденду розраховується як поточний розмір дивіденду з урахуванням темпу приросту. Наприклад,  $d_1 = d_0(1 + g)$  — розмір дивіденду майбутнього року,  $d_2 = d_0(1 + g)^2$  — розмір дивіденду через 2 роки і т. д. Так, акція з поточною ринковою ціною ( $P_0$ ) 5 грн, розміром дивіденду базового періоду ( $D_0$ ) 0,4 грн та темпом приросту дивідендів ( $G$ ) 5 % матиме таку вартість капіталу:

$$K_s = \frac{0,4 \cdot (1 + 0,05)}{5} + 0,05 = 0,134 \text{ (або 13,4 \%)}.$$

Вартість капіталу від звичайної акції може змінитися в майбутньому. Наприклад, вищі темпи приросту дивідендів дадуть більші дивіденди, відповідно збільшиться ціна акції і зменшиться вартість капіталу. Зниження темпів приросту дивідендів призведе до зниження ціни акції і відповідно збільшення вартості капіталу. Звичайні акції є найдорожчим джерелом фінансування серед усіх довгострокових джерел.

### ***Середньозважена вартість капіталу (СЗВК)***

Середньозважена вартість капіталу (Weighted average cost of capital — *WACC*) є одиницею вартості сукупного капіталу фірми. Вона розраховується за процентними частками складових, що входять у структуру капіталу фірми. Щоб визначити СЗВК, треба розрахувати частку кожної інвестиції і помножити на дохід окремої інвестиції. Підсумувавши вартості капіталу на частку дістанемо СЗВК. Для розрахунків можна скористатися балансовою вартістю, відображеною в бухгалтерських розрахунках, що використовують номінальні значення вартості цінних паперів (тобто наводять минулі умови). Але здебільшого частки окремих джерел капіталу розраховуються за ринковими цінами і відбивають поточні ринкові умови з ураху-

ванням впливу змінних обставин ринку. Так, ціна звичайної акції, як правило, перевищує її балансову вартість, що збільшує вплив частки цієї складової капіталу порівняно з іншими (привілейованими акціями чи облігаціями).

**Приклад:** Вихідні дані наведено в таблиці.

Джерело фінансування	Сума, грн.	Вартість капіталу, %	Частка джерела в загальному фінансуванні	Вартість капіталу на частку, %
Облігації	120000	9	0,0714	0,643
Привілейовані акції	60000	12	0,0357	0,428
Звичайні акції	1500000	13,5	0,893	12,055
Разом	1680000			13,13

1. Розрахуємо частку облігацій в загальному фінансуванні:  $120000 : 1680000 = 0,0714$  (або 7,14 %). Аналогічно розраховується частка привілейованих та звичайних акцій. Вони свідчать про те, як кожна складова впливає на загальну вартість капіталу.

2. Визначимо вартість капіталу на частку для облігацій:  $0,0714 \cdot 9 = 0,643$ . Аналогічно розраховується вартість капіталу на частку звичайних та привілейованих акцій.

3. Підсумувавши вартості капіталу на частки всіх джерел фінансування, дістаємо середньозважену вартість — 13,13 %.

Таким чином, приймаючи рішення про доцільність капіталовкладень, як одиницю не братимемо вартість окремого джерела фінансування, а братимемо середньозважену вартість. Так, проекти з внутрішньою ставкою доходу 10 % вважатимемо прийнятними порівняно з вартістю капіталу від облігацій, бо внутрішня ставка доходу перевищує вартість капіталу і, напевне,  $NPV > 0$ . Порівнявши внутрішню ставку доходу проекту з отриманим середньозваженим значенням вартості капіталу ( $10\% < 13,13\%$ ), доходимо висновку, що проект слід відхилити.

Середня вартість капіталу може змінюватися залежно від зміни складових, за рахунок яких відбувається фінансування. Що більше випускається облігацій, то нижча вартість капіталу. І навпаки, при збільшенні фінансування за рахунок звичайних акцій середня вартість капіталу підвищиться. Крім того, СЗВК змінюється зі зміною вартості капіталу кожного виду цінного паперу (або джерела фінансування).

Особливо це помітно при збільшенні фіксованих фінансових зобов'язань, коли підвищується ризик неплатоспроможності.

Середня вартість капіталу встановлює граничну межу для визначення доцільності інвестицій і є відбиттям вартостей капіталу всіх складових джерел фінансування.

### ***Вартість акцій і облигацій***

Акція може мати таку ціну:

- *номінальну* — ціна, що вказується на бланку акції і визначає вартість однієї частки від розподілу статутного фонду акціонерного товариства;
- *емісійну* — ціна, за якою акції продаються емітентом безпосередньо або через посередників при їх первісному розміщенні;
- *ринкову* — ціна акції певного емітента на момент реалізації ринкової операції (внаслідок укладення угод на купівлю-продаж), що коливається залежно від попиту і пропозиції, які склалися в конкретному місці в певний час;
- *балансову* — ціна, що встановлюється за балансовими документами емітента; умовно визначається як вартість однієї частки майна емітента, що припадає на одну акцію, якщо б емітент підлягав ліквідації в цей момент:

$$NAV = \frac{A - Dbt}{S(i)},$$

де  $A$  — активи емітента на цей момент;  $Dbt$  — сумарна заборгованість емітента кредиторам;  $S(i)$  — кількість випущених акцій.

*Ринкова вартість акції визначається попитом і пропозицією, які є реакцією на дохідність акції. Існує пряма залежність: що більший очікування дивіденд відносно ставки дисконту, то вища ціна акції. Стан, коли ринковий курс перевищує номінал, називається **Ажіо**, а коли нижчий — **Дізажіо**.*

*Для оцінки акції необхідно мати такі дані:*

1. *Дивіденд* — дохід, одержуваний власником акції, що є частиною прибутку акціонерного товариства за результатами річної господарської діяльності після сплати податків. Розмір дивіденду залежить від розміру одержаного прибутку та виду акції.

2. *Темпи приросту дивідендів.*



3. *Необхідна ставка доходу (ставка дисконту)* — мінімальний майбутній дохід, на який погоджується інвестор, вкладаючи гроші.

***Оцінка привілейованої акції (або акції з постійним дивідендом).***  
Вартість привілейованої акції

$$V_p = \frac{D}{K},$$

де  $D$  — постійний дивіденд;  $K$  — ставка дисконта.

Хоча дивіденди на привілейовану акцію фіксовані, її ціна може змінюватись зі зміною дисконтної ставки на ринку (при підвищенні ставки ціна зменшується і навпаки).

***Оцінка акцій з постійним приростом дивідендів.*** Вартість акції

$$V_s = \frac{D_0(1+g)}{K-g} = \frac{D_1}{K-g},$$

де  $D_0$  — останній сплачений дивіденд на акцію;  $D_1$  — очікуваний розмір дивіденду на акцію майбутнього року,  $g$  — темпи приросту дивідендів.

Розрахуємо вартість акції з такими даними:  $D_0 = 1,8$  грн,  $g = 5\%$ ,  $K = 11\%$ .

$$V = \frac{1,8 \cdot (1 + 0,05)}{0,11 - 0,05} = \frac{1,89}{0,06} = 31,5 \text{ грн.}$$

Якщо дивіденд постійно збільшується, темп приросту можна розрахувати. Наприклад, за останні три роки дивіденди становили відповідно 0,8; 0,87 та 0,95 грн. Встановимо загальний приріст дивідендів, розділивши останнє значення ряду на перше:  $0,95/0,8 = 1,187$ . За таблицею значень майбутньої вартості відповідно до кількості років (3) знайдемо найближчий до отриманого результату коефіцієнт. У розглядуваному випадку найближчі значення 1,158 та 1,191 відповідають 5 та 6%. Отже, темп приросту дивідендів становить близько 6%.

### **Оцінка вартості облигації**

Для оцінки облигації необхідно мати такі дані:

1. *Називна (номінальна) вартість* — ціна облигації, за якою вона погашається, коли настає термін сплати основного боргу.
  2. *Купонна ставка* — проценти, які отримує власник облигації, і періодичність їх сплати (щороку, щоквартально тощо).
  3. *Термін боргового зобов'язання* — дата до якої емітент повинен погасити цінний папір, тобто повернути інвестору позичені кошти.
  4. *Ставка дисконтування.*
- Вартість облигації ( $V_b$ ):*

$$V_b = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^n},$$

де  $C$  — проценти за кожний період, грн.;  $N$  — номінальна вартість облигації;  $r$  — дисконтна ставка;  $n$  — кількість періодів;  $t$  — порядковий номер періоду.

*Наприклад*, розрахуємо вартість трирічної облигації за таких даних:  $N = 100$  грн,  $r = 10\%$  (дисконтна ставка для короткотермінових безризикових зобов'язань),  $C = 8$  грн:

$$\begin{aligned} V_b &= \frac{8}{(1+0,1)^1} + \frac{8}{(1+0,1)^2} + \frac{8}{(1+0,1)^3} + \frac{100}{(1+0,1)^3} = \\ &= 7,27 + 6,61 + 6,01 + 75,13 = 95,02 \text{ грн.} \end{aligned}$$

Поточна ціна облигації нижча від номінальної, оскільки дисконтна ставка на ринку перевищує відсотки, що сплачуються за облигацією.

Коли дисконтна ставка на ринку зменшується, проценти, що сплачуються на старі облигації, перевищують проценти на нові, тому раніше випущені облигації продаються за вищою ціною, і навпаки.

Вартість облигації можна розрахувати і за допомогою процентних факторів:

$$V_b = I \underset{r,n}{(PVIFA)} + N \underset{r,n}{(PVIF)},$$

де  $I$  — проценти за кожний період, грн;  $PVIF$  — процентний фактор теперішньої вартості;  $PVIFA$  — процентний фактор теперішньої вартості анюїтету.

Наприклад, якщо  $I = 10$  грн,  $N = 100$  грн,  $n = 5$  років,  $r = 12\%$ , то

$$V_b = 10 \underset{12\%, 5 \text{ років}}{(PVIFA)} + 100 \underset{12\%, 5 \text{ років}}{(PVIF)} = 10 \cdot 3,605 + 100 \cdot 0,567 = \\ = 36,05 + 56,7 = 92,75 \text{ грн.}$$

### **Оцінка віддачі цінного паперу з позицій інвестора**

Вкладаючи гроші, інвестор сподівається на певну віддачу (очікувані доходи від інвестицій). З позицій позичкодавця очікувані надходження (дохід) складаються з періодичних відсоткових платежів і сплати боргу на момент погашення цінного паперу:

$$E_{(r)} = \frac{C_{pt} + (P_t - P_{(t-1)})}{P_{(t-1)}},$$

де  $C_{pt}$  — купон, що сплачується на облігацію;  $P_t$ ,  $P_{(t-1)}$  — ціна облігації відповідно в поточному та попередньому періодах.

Для акціонерів віддача розраховується із суми дивідендів і капітального доходу від зміни ціни акції:

$$E_{(r)} = \frac{D_t + (P_t - P_{(t-1)})}{P_{(t-1)}},$$

де  $D_t$  — сплачений дивіденд.

Оцінка віддачі поєднує процент доходу, отриманого на цінний папір, зі зміною ціни цінного паперу.

Дохідність дисконтної облігації зі строком погашення один рік і менше, %

$$D = \frac{Ц_{\text{ном}} - Ц_{\text{прид}}}{Ц_{\text{прид}}} \cdot \frac{365}{T} : 100 \%,$$

де  $Ц_{\text{ном}}$  — номінальна вартість, тобто вартість, яка відшкодовується власнику при погашенні облігації;  $Ц_{\text{прид}}$  — ціна, за яку куплено облігацію;  $T$  — кількість днів до погашення; 365 — кількість днів у календарному році.

**Завдання 1.** Компанія планує вкласти кошти у проект з початковими витратами 37000 грн. За оцінками реалізація проекту має забезпечити стабільні грошові потоки відповідно за роками: 10000, 12000, 12000 та 14000 грн, дисконтна ставка — 12 %. За методом чистої теперішньої вартості визначити, чи прийнятний цей проект.

**Завдання 2.** Розрахувати вартість капіталу від облігації номінальною вартістю 100 грн, річним купоном 7 грн. Витрати на випуск та розміщення облігації — 3 %; податкова ставка — 20 %.

**Завдання 3.** Розрахувати вартість капіталу від звичайної акції за такими даними: поточна ціна акції — 50 грн, очікуваний дивіденд — 3,50 грн, темп приросту дивідендів — 4 %.

**Завдання 4.** Останній сплачений дивіденд становить 5 грн, темп приросту дивідендів — 5 %. Розрахувати очікуваний на акцію дивіденд через рік та два роки.

**Завдання 5.** Розрахувати середньозважену вартість капіталу, якщо при фінансуванні використано такі цінні папери: облігації (на суму 20000 грн) з купонною ставкою 9 %; привілейовані акції (на суму 10000 грн) з фіксованим відсотком 10 % та звичайні акції (на суму 75000 грн) зі ставкою 12 %. Якщо податкова ставка — 20 %.

**Завдання 6.** Розрахувати номінальну та балансову вартість акцій акціонерного товариства за таких даних: статутний фонд — 4750000 грн; загальна кількість акцій — 250000 шт.; активи емітента на поточний момент — 6734000 грн; сума заборгованості кредиторам — 1725000 грн.

**Завдання 7.** Розрахувати теперішню вартість облігації з купонною ставкою 8 %, номіналом 100 грн і строком погашення 3 роки, якщо ставка дисконту складає 6 %.

**Завдання 8.** Дивіденди компанії щорічно зростали на 7 %. Очікується збереження темпів приросту. Останні щорічні дивіденди становили 2,5 грн на акцію. Визначити вартість звичайної акції, якщо необхідна ставка доходу становить 12 %.

**Завдання 9.** Розрахуйте очікувану ставку доходу на акцію, яку було придбано за ціною 38 грн; річний дивіденд — 2,25 грн; поточна ціна — 40 грн.

**Завдання 10.** Визначити дохідність дисконтної облігації за таких даних: номінальна вартість облігації — 60 грн; ціна придбання — 55 грн; до погашення залишилось 240 днів.

### *Питання для самоконтролю*

1. Розташуйте відомі Вам види цінних паперів відповідно до збільшення можливої дохідності.
2. Що обумовлює нижчу вартість капіталу від облигації порівняно до інших цінних паперів?
3. Як показник вартості капіталу використовується для порівняння відносної прибутковості проекту?
4. Як зміниться вартість капіталу від цінного паперу, якщо дисконтна ставка на ринку збільшиться?
5. Як зміниться вартість капіталу від випуску звичайних акцій, якщо:
  - а) зростуть темпи приросту дивідендів;
  - б) зменшиться ціна акції.
6. З якою метою розраховується середньозважена вартість капіталу? Які чинники можуть вплинути на зміну її вартості?
7. Які дані необхідно мати для розрахунку вартості:
  - а) облигації;
  - б) акції?
8. Як зміна ставки дисконту (збільшення чи падіння) впливає на вартість облигації, що була випущена раніше?

[8; 14; 18; 22; 25]

МАУП

## Тема 4. Формування портфеля цінних паперів та управління ним

**Портфель цінних паперів** — це сукупність інвестиційних цінностей, що використовуються для досягнення конкретної інвестиційної мети вкладника, тобто вкладення в цінні папери з метою управління ними як єдиним цілим. До цінних паперів, що є об'єктами портфельного інвестування, належать акції, державні боргові зобов'язання, деривативи, сертифікати, векселі, депозитні сертифікати банків, чеки, ощадні сертифікати та ін.

*Принципи* формування інвестиційного портфеля: безпечність; дохідність; ліквідність; збільшення вкладень.

*Цілі* створення портфеля: дохідність (одержання відсотка або дивіденду); збереження капіталу; забезпечення приросту капіталу (на основі зростання курсової вартості цінних паперів).

Розрізняють два *види* портфелів цінних паперів: індивідуальний і підприємства.

Підприємство може залучати грошові ресурси за рахунок випуску цінних паперів та вкладати залучені кошти в цінні папери інших емітентів з метою отримання додаткового прибутку чи збереження та збільшення капіталу, розширення сфери впливу та перерозподілу власності, створення холдингових структур, спекулятивної гри тощо.

Індивідуальний портфель повинен мати три основних елементи: ліквідні цінні папери; гнучкі коротко- і середньострокові інвестиції; інвестиції, що спрямовані на приріст капіталу.

Співвідношення розмірів складових портфеля і види інвестицій залежать від певних факторів:

- можливостей інвестування як капіталу, так і заощаджень від розміру доходів;
- необхідності диверсифікації як способу зниження ризику;
- схильності інвестора до ризику;
- вибору між доходом та приростом капіталу, що залежить від інших фінансових можливостей інвестора та його податкових зобов'язань;
- тривалості запланованої перспективи;
- стану фінансових ринків.

Розрізняють такі **типи** інвестиційних портфельів підприємств:

- *за рівнем ліквідності* — високоліквідні (переважно короткострокові фінансові інструменти та довгострокові, що мають високий попит на ринку), середньоліквідні (можуть включати фінансові інструменти, що не мають високого попиту на ринку, угоди за ними нерегулярні) та низьколіквідні (формуються переважно з облігацій з тривалим терміном погашення чи акцій і високим порівняно із середньоринковим рівнем дохідності, але з низьким попитом);
- *за інвестиційним періодом* — короткострокові (фінансові активи використовуються протягом одного року, а також для страхування грошових запасів підприємства) та довгострокові (фінансові активи використовуються понад рік, що дає змогу вирішувати стратегічні цілі інвестиційної діяльності);
- *за спеціалізацією основних видів фінансових інструментів* — акцій, облігацій, векселів, міжнародних інвестицій, депозитних вкладів тощо;
- *за кількістю стратегічних цілей* — моно- та поліцільові (комбіновані);
- *за умовами оподаткування* фінансових інструментів інвестування — оподатковувані та вільні від оподаткування;
- *за первинністю формування* — стартові та реструктуровані;
- *за стабільністю структури* основних видів фінансових інструментів — з фіксованою структурою (вагомість основних видів фінансових інструментів незмінна тривалий період) та рухомою (вагомість основних видів фінансових інструментів постійно змінюється залежно від зовнішніх факторів, що зумовлюють зміну рівнів дохідності, ризику, ліквідності чи зміну мети фінансових інвестицій).

У теорії складання *фондових портфельів* вирізняють три їх **типи** з метою формування інвестиційного доходу та відповідним ризиком:

- прибутковий (ризикові);
- стабільний;
- зростання.

Іноземні інституційні інвестори, що функціонують на українському ринку, пропонують таке.

1. При формуванні *прибуткового* (ризикового) фондового портфеля в нього включають:

- облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) з погашенням до 3 місяців — 20 % вартості портфеля;
- ОВДП зі строком погашення до 6 місяців — 10 % вартості портфеля;

- ОВДП зі строком погашення понад 6 місяців — до 5 % вартості портфеля;
- акції енергетичних підприємств — до 30 % вартості фондового портфеля;
- акції нафтодобувного та нафтопереробного комплексу — до 20 % вартості;
- акції підприємств металургійної та металообробної галузей промисловості — до 10 % вартості фондового портфеля.

Залишок акцій формується з акцій підприємств, які, на думку керуючого фондовим портфелем, обіцяють високий прибуток або мають стабільну тенденцію до зростання курсової вартості.

2. У *стабільному* фондовому портфелі основну частину (40–60 %) становлять надійні цінні папери, близько 20–30 % — прибуткові цінні папери, а залишок — це цінні папери, що називаються перспективними.

При формуванні надійного (стабільного) фондового портфеля в нього пропонується включити:

- ОВДП зі строком погашення понад 6 місяців — до 50 % вартості портфеля;
- ОВДП зі строком погашення до 6 місяців — до 10 % вартості;
- акції енергетичних підприємств, підприємств нафтодобувної та нафтопереробної галузей промисловості — до 20–25 % вартості фондового портфеля;
- акції хімічного та машинобудівного комплексу — до 10–15 %;
- акції підприємств харчової та переробної промисловості — до 10 % вартості.

3. У портфелі *зростання* перспективні цінні папери займають основне місце (50–60 %), прибуткові та довгострокові стабільні цінні папери — 20–30 %, а залишок, як правило, становлять “сміттєві” цінні папери, які в окремих випадках можуть дати неочікуваний прибуток.

При формуванні *перспективного* фондового портфеля в нього пропонується включати:

- акції венчурних компаній — до 50–60 % вартості фондового портфеля;
- акції харчової та переробної галузей промисловості — до 20 % вартості портфеля;
- ОВДП зі строком погашення 1 рік і більше — до 10 % вартості портфеля;
- “сміттєві” акції — до 20 % вартості фондового портфеля.



Загальноприйнятно, що для забезпечення відповідного рівня *ризик*-у фондового портфеля частка акцій одного емітента не повинна перевищувати 10 %, тому загальна кількість емітентів, акції яких становлять фондовий портфель, повинна дорівнювати щонайменше вісім.

Іноді фондові портфелі формують за галузевим принципом, тобто включають переважно цінні папери однієї або кількох (щонайбільше три) галузей. Таке становище спостерігається тоді, коли при формуванні фондового портфеля додатково мається на меті встановлення контролю над галуззю або над виробництвом певної продукції.

### ***Ризики портфеля цінних паперів***

***Ризик*** — це ймовірність виникнення непередбачених фінансових втрат, наприклад зниження прибутків, втрати капіталу тощо, у ситуації невизначеності умов інвестиційної діяльності. *Портфельним* називається ризик, який виникає через погіршення сукупних показників портфеля: прибутковості, збільшення капіталу, зниження ліквідності. Ризик може бути пов'язаний із загальними причинами чи факторами, що є специфічними для окремого виду цінних паперів. Якщо інвестор формує портфель цінних паперів, тобто купує акції різних емітентів і в різній кількості, то залежно від структури портфеля він підпадає під різні ступені ризику. Що більше цінних паперів з невизначеними ризиками входять у портфель, то нижча ймовірність отримання доходів. Розрізняють такі типи портфелів цінних паперів за рівнем ризику: *агресивний (спекулятивний)* (понад 50 % ризиків), *поміркований* (компромісний) (10–50 % ризиків) та *консервативний* (до 10 % ризиків).

Інвестиції тією чи іншою мірою відбивають зміни політичного та економічного клімату, через що завжди існує ризик, що інвестор не зможе повернути вкладений капітал без втрат. Наприклад, можливість втрат при реалізації цінного папера через зміну його вартості визначається як фінансовий ризик. ***Фінансовий ризик*** — це сукупність взаємопов'язаних ризиків невиконання фінансових зобов'язань протилежною стороною та ризики зміни кон'юнктури фінансових ринків. *Кредитний ризик* є одним з фінансових ризиків, що виникає тоді, коли емітент не має змоги виплатити відсотки чи основний борг за цінними паперами. Кредитний ризик включає *відсотковий ризик* — невизначеність у майбутньому щодо напрямку руху та рівня відсоткових ставок; *ризик ліквідності* — невпевненість у майбутній швидкій реалізації активу за очікуваною ціною. Інвестиції в іноземні об'єкти підпадають під *валютний ризик*, коли незалежно від ефективності окремо-

го виду інвестиції в місцевій валюті дохід та капітал можуть змінюватись під впливом коливань курсів обміну.

Фактором ризику для інвестицій є *інфляція*. Падіння курсу валют може вплинути як на дохід, так і на капітал, і навіть високі доходи за цінними паперами не можуть бути достатньою компенсацією.

Ризики цінних паперів поділяються на такі:

- *систематичні* — це частина загального ризику, пов'язана зі змінами загального економічного та політичного клімату, що впливає на всі види цінних паперів;
- *несистематичні* — це частина загального ризику, що зумовлюється факторами, які впливають на один з видів цінних паперів (наприклад, у результаті невиваженої політики керівництва компанії).

Одна з основних функцій фінансового менеджера полягає в *оцінюванні та прогнозуванні ризиків і дохідності цінних паперів* за допомогою різних методів (коваріації, МОКА, ліній надійності ринку, середньоквадратичних стандартних відхилень та ін.). Наприклад, метод коваріації встановлює співвідношення коливань доходів від різних активів. Додавання нових активів до портфеля зменшує його нестабільність, або ризик. Якщо коливання доходів від нових активів не збігається з коливанням доходів від активів, що вже містяться в портфелі, загальний ризик портфеля знижується.

Віддача від вкладеного капіталу повинна пропорційно відповідати ризикованості вкладу. *Методом середньоквадратичного відхилення* можна розрахувати рівень відхилення доходів від очікуваного розміру і відповідно їх ризикованість. Очікуваний дохід складається з безпечної ставки (що сплачується на неризиковані активи або мають гарантований дохід; наприклад, державні облігації) та премії за ризик (необхідної норми доходу понад безпечний дохід на капітал). Ризик можна оцінити, розрахувавши мінливість (відхилення) очікуваних доходів за певним проектом. Для цього слід надати ймовірність різним значенням прогнозованих величин. Ймовірність є суб'єктивною величиною, що намагається врахувати фактори, які можуть спричинити неотримання очікуваного доходу чи його збільшення відносно очікуваного рівня. Сума ймовірностей повинна дорівнювати одиниці. Розглянемо приклад розрахунку стандартного відхилення.

1. Очікуваний розмір доходів отримаємо, перемноживши дохід за кожною оцінкою на відповідне значення ймовірності.

2. Сума можливого доходу за кожною оцінкою є очікуваним доходом  $E_{(r)}$ .

Оцінка можливого результату	Запроєктований дохід, грн.	Імовірність, $P_i$	Можливий дохід, грн.
Песимістична	100	0,2	20,00
Стримана	335	0,6	199,80
Оптимістична	500	0,2	100,00

$$E_{(r)} = 319,80 \approx 320$$

### 3. Стандартне відхилення (дисперсія) проєкту

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^N (E - E_{(r)})^2 P_i},$$

де  $E$ ,  $E_{(r)}$  — дохід відповідно запроєктований і очікуваний;  $N$  — кількість спостережень;  $t$  — кількість періодів;  $P_i$  — імовірність.

Підставивши в останню формулу числові значення дістаємо

$$\begin{aligned} \sigma &= \sqrt{(100 - 320)^2 \cdot 0,2 + (335 - 320)^2 \cdot 0,6 + (500 - 320)^2 \cdot 0,2} = \\ &= \sqrt{9680 + 101 + 6480} = \sqrt{16261} = 127. \end{aligned}$$

Згідно із статистикою за нормального розподілу вірогідно 68 % очікуваних результатів перебуватимуть у межах відхилення від стандартного значення. У розглядуваному прикладі маємо 68 % певності, що діапазон очікуваного доходу становить  $320 \pm 127$ , тобто від 223 до 447 грн.

Коли немає впевненості в доходах, для розрахунку очікуваних величин застосовують метод стандартного відхилення.

Для порівняння проєктів, використовують коефіцієнт варіації. При різних очікуваних доходах проєктів за цим коефіцієнтом розраховують абсолютний показник для порівняння співвідношення ризикованості й дохідності, а також визначають доцільність інвестиції. Коефіцієнт варіації

$$CV = \frac{\sigma}{E_{(r)}}.$$

Що менший отриманий коефіцієнт, то сприятливіше співвідношення ризику та доходу має проект.

Для розрахованого проекту  $CV = 127/320 = 0,39$ , тобто будь-який порівнюваний з розглядуваним проект переважатиме, якщо матиме  $CV < 0,39$ .

Оскільки інвестори мають різноманітні цінні папери, а емітенти реалізують різні проекти, важливо вміти визначити показники ризикованості-дохідності окремих активів, а також їх вплив на ризикованість та прибутковість усіх активів.

*За моделлю оцінки капітальних активів (МОКА)* можна порівняти й визначити залежність між дохідністю окремих акцій і дохідністю РЦП. Ринок приймається за стандартний визначник систематичного (недиверсифікованого) ризику. Якщо доходи від певних акцій змінюються у процентному відношенні вище, ніж у середньому на ринку, то вони ризикованіші за існуючі на ринку. Чутливість акцій до ринку відображає коефіцієнт  $\beta$ , що визначається за формулою

$$\beta = \frac{R_s}{R_m},$$

де  $R_s, R_m$  — дохідність відповідно акцій і ринку.

Цінні папери, що мають  $\beta > 1$ , ризикованіші за існуючі на ринку, а у яких  $\beta < 1$  — менш ризиковані, ніж на ринку. Цінні папери з низьким показником  $\beta$  напевне матимуть нижчі доходи, ніж з вищим значенням цього показника. Необхідне значення дохідності складається з безпечної ставки та премії за ризик. Премія за ризик складається з ринкового доходу, скорегованого на недиверсифікований ризик, пов'язаний з конкретним цінним папером. Отже, якщо ринок є стандартом вимірювання ризику, можна встановити залежність між ризиком акції та її необхідною дохідністю, що визначається за формулою

$$RRR_s = i + (R_m - i)\beta_s,$$

де  $i$  — безпечна ставка;  $R_m$  — середня дохідність ринку;  $\beta_s$  — чутливість акції до ринку (або недиверсифікований ризик).

За моделлю оцінки капітальних активів можна розраховувати ціну акції, якщо невідома необхідна ставка доходу.

**Приклад.** Середня ринкова дохідність компанії — 12 %; безпечна ставка — 9 %; щорічний приріст дивідендів — 6 %; очікуваний дивіденд майбутнього року — 3 грн, коефіцієнт бета акції  $\beta = 1,5$ . Розрачуємо теперішню ціну акції.

1. За допомогою МОКА знаходимо необхідну ставку доходу:

$$K_y = 0,09 + (0,12 - 0,09) \cdot 1,5 = 0,135 \text{ (чи } 13,5 \%)$$

2. Теперішня ціна акції

$$P_0 = \frac{3}{(0,135 - 0,06)} = 40 \text{ (грн)}$$

**Управління портфелем цінних паперів** — це планування, аналіз і регулювання складу портфеля, його формування і підтримання для досягнення поставлених цілей. Для кваліфікованого управління портфелем необхідно керуватися певною *портфельною стратегією*, яка визначається:

- типом та цілями портфеля;
- станом ринку, його насиченістю, динамікою відсоткової ставки та курсовою вартістю цінних паперів, можливістю реалізації стратегічних завдань через портфелі цінних паперів;
- чинним законодавством з урахуванням обмежень та пільг;
- загальноекономічним станом (наприклад, рівнем інфляції);
- необхідністю підтримання рівня ліквідності та мінімізації ризиків;
- типом стратегії (коротко-, середньо- і довгостроковість).

Одним з основних заходів зменшення ризиків при формуванні портфеля та його управлінні є диверсифікація. **Диверсифікація** — це відповідний розподіл цінних паперів портфеля задля досягнення максимального доходу при мінімальному ризику. Зниження портфельного ризику досягається розподілом капіталу між пакетами цінних паперів різної якості та різних термінів погашення.

До суб'єктів РЦП, які формують та регулюють портфель цінних паперів, належать інститути спільного інвестування. **Інститут спільного інвестування (ІСІ)** — це корпоративний інвестиційний фонд (випускає акції) або пайовий (випускає інвестиційні сертифікати), діяльність якого пов'язана з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладання цих коштів у цінні папери інших емітентів, корпоративні права і нерухомість. Інститути спільного інвестування фактично об'єднують озна-

ки основних суб'єктів РЦП — емітента, інвестора і фінансового посередника. Одне з основних завдань ІСІ полягає в акумуляції капіталу, формуванні портфеля цінних паперів та ефективному управлінні ним, включаючи зменшення ризиків через диверсифікацію.

**Класифікація ІСІ.** Залежно від порядку здійснення діяльності розрізняють такі ІСІ:

- *відкритого типу* — коли ІСІ (або компанія з управління його активами) бере на себе зобов'язання здійснювати в будь-який час на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами);
- *інтервального типу* — коли ІСІ (або компанія з управління його активами) бере на себе зобов'язання здійснювати на вимогу інвесторів викуп емітованих цим ІСІ цінних паперів протягом обумовленого у проспекті емісії строку, але не рідше одного разу на рік;
- *закритого типу* — якщо ІСІ не бере зобов'язання щодо викупу емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами) цінних паперів до моменту його реорганізації або ліквідації (можуть бути лише *строковими*).

За терміном існування розрізняють ІСІ:

- *строкові* — створюються на певний строк, встановлений у проспекті емісії, після завершення якого ліквідуються або реорганізуються (для розв'язання певних завдань, наприклад, у процесі приватизації державного майна);
- *безстрокові* — створюються на невизначений термін.

Розрізняють також ІСІ *диверсифіковані* та *недиверсифіковані*.

*Диверсифікованими* вважаються ІСІ з такими ознаками: частка цінних паперів одного емітента в активах не перевищує 10 % загального обсягу їх емісії; не менше 80 % загальної вартості активів становлять грошові кошти, ощадні сертифікати, облігації підприємств та місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, допущені до торгів на фондовій біржі або в торговельно-інформаційній системі; сумарна вартість цінних паперів, що становлять активи ІСІ (понад 5 % загального обсягу емісій), на момент придбання не повинна перевищувати 40 % вартості чистих активів ІСІ. Інститут спільного інвестування відкритого та інтервального типів можуть бути тільки диверсифікованими.

Інститути спільного інвестування, які не мають всіх ознак диверсифікованого ІСІ, є *недиверсифікованими*. Якщо недиверсифікований ІСІ закритого типу здійснює виключно приватне розміщення цінних

паперів власного випуску та активи якого більш як на 50 % складаються з корпоративних прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або в торговельно-інформаційній системі, він вважається *венчурним фондом*. Учасниками венчурного фонду можуть бути тільки юридичні особи.

Стан галузі	Очікуваний дохід, грн.	Імовірність
Підйом	630	0,15
Нормальний	500	0,70
Спад	450	0,15

**Завдання 1.** Розрахувати очікувану дохідність і стандартне відхилення для проекту за даними, наведеними в таблиці.

**Завдання 2.** Розрахувати коефіцієнт варіації для проекту із завдання 1 і порівняти з проектом, коефіцієнт варіації якого становить 0,12. Зробити висновок.

**Завдання 3.** Розрахувати коефіцієнт бета акції, якщо середня ринкова дохідність становить 13 %, дохідність акції — 10 %. Зробити висновок про рівень ризикованості такого цінного паперу.

**Завдання 4.** Розрахувати необхідну ставку доходу акції, якщо безпечна ставка дорівнює 6 %, середня ринкова дохідність — 10 %, коефіцієнт бета акції — 0,85.

### *Питання для самоконтролю*

1. Визначення поняття “портфель цінних паперів”.
2. Які цінні папери можуть бути об’єктами портфельного інвестування?
3. Основні критерії класифікації та відповідні їм типи портфелів цінних паперів.
4. Найвищий рівень ризику притаманний такому портфелю (виберіть правильну відповідь):
  - а) прибутковому;
  - б) стабільному;
  - в) зростання.
5. Рекомендована частка ОВДП у структурі прибуткового портфеля становить:
  - а) до 10 %;
  - б) 35 %;
  - в) до 60 %.

6. Визначення поняття “фінансовий ризик”. Які ризики він об’єднує?
7. Систематичний ризик відбиває:
  - а) загальноринкові ризики;
  - б) ризики окремого цінного папера.
8. Основне рівняння МОКА. Значення кожної складової у визначенні необхідної дохідності акції.
9. Чому диверсифікація знижує ризик портфеля?
10. Які функції суб’єктів ринку цінних паперів виконують інститути спільного інвестування.
11. Випуск інвестиційних сертифікатів для залучення капіталу здійснює такий інвестиційний фонд:
  - а) корпоративний;
  - б) пайовий.
12. Що таке диверсифікований інститут спільного інвестування? Вимоги до структури його активів.
13. Який кількісний показник дає змогу класифікувати недиверсифікований ІСІ як венчурний?
14. Чи може фізична особа бути учасником венчурного фонду?

[3; 8; 9; 17–20; 28]

МАУП



## Тема 5. Інфраструктура ринку цінних паперів

**Інфраструктура** — це сукупність складових загальної побудови економічного життя, що мають підпорядкований характер і забезпечують нормальну діяльність економічної системи загалом; включає системи фінансового, інформаційного, технічного та інших видів забезпечення. Інфраструктура РЦП об'єднує депозитарні установи, зберігачів та реєстраторів, фондові біржі, торговельно-інформаційні системи, саморегулювні організації, центри сертифікатних аукціонів, аудиторські та консалтингові компанії, центри підготовки фахівців фондового ринку.

**Депозитарна діяльність** — це надання послуг із зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску; відкриття та ведення рахунків у цінних паперах; обслуговування операцій за цими рахунками (включаючи кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

Національна депозитарна система складається з двох рівнів:

- зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, і реєстратори власників іменних цінних паперів (нижній рівень);
- Національний Депозитарій України і депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів і здійснюють кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів (вищий рівень). Обслуговування депозитарної діяльності щодо державних цінних паперів здійснює НБУ.

**Депозитарні активи** — це знерухомлені цінні папери, випущені в документарній формі; глобальні сертифікати, що підтверджують випуск цінних паперів у бездокументарній формі й передані на зберігання до депозитарію; записи зберігачів про депоновані до депозитарію на зберігання знерухомлені або бездокументарні цінні папери.

Депозитарна діяльність здійснюється щодо бездокументарних чи документарних акцій, облігацій підприємств, облігацій внутрішніх і місцевих позик, інвестиційних сертифікатів та виключно в документарній формі ощадних сертифікатів та казначейських зобов'язань. Векселі та приватизаційні папери не обслуговуються депозитарною системою.

Депозитарні установи зберігають цінні папери двома способами: відокремленим чи колективним. *Відокремленим* способом зберігаються тільки цінні папери в документарній формі на пред'явника, а депозитарна установа веде їх облік із зазначенням індивідуальних ознак (серія, номер). Знерухомлени цінні папери в документарній формі та випущені в бездокументарній формі зберігаються *колективним* способом.

Депозитарні установи здійснюють такі *операції* з обслуговування обігу цінних паперів:

- *адміністративні* — депозитарні операції з відкриття та закриття рахунків у цінних паперах, внесення змін в анкету та інші не пов'язані зі зміною залишків цінних паперів на рахунку;
- *облікові* (зарахування, списання, переміщення) — депозитарні операції з ведення рахунків у цінних паперах та відображення операцій, наслідком яких є зміна кількості цінних паперів на рахунку, встановлення або зняття обмежень щодо їх обігу; зміна режиму та місця зберігання;
- *інформаційні* — надання виписок з рахунка та іншої інформації про операції депонентам (клієнтам) за їх запитом або іншим уповноваженим особам.

Для обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів депозитарні установи можуть виконувати такі операції:

- *викуп* — придбання емітентом випущених ним цінних паперів для перепродажу, анулювання чи поширення серед працівників;
- *дроблення* — зменшення номінальної вартості цінних паперів одного випуску з одночасним збільшенням їх кількості без зміни обсягу випуску;
- *консолідація* — збільшення номінальної вартості цінних паперів одного випуску з одночасним зменшенням їх кількості без зміни обсягу випуску;
- *конвертація* — обмін емітентом цінних паперів одного випуску відповідно до його умов на цінні папери іншого випуску;
- *анулювання* — припинення дії всіх прав, що надаються цінними паперами;
- *погашення* — припинення обігу цінних паперів відповідно до умов випуску;
- *виплата емітентом доходів* за випущеними цінними паперами;
- *з реорганізації чи зміни розміру статутного фонду.*

Обслуговування операцій здійснюється за розпорядженням клієнта (депонента) або керуючого його рахунком, окрім безумовних операцій, які здійснюються за чинним законодавством на підставі відповідних документів (вирок або рішення суду, свідоцтво про право на спадщину, рішення ліквідаційної комісії про ліквідацію юридичної особи та ін.).

### *Питання для самоконтролю*

1. Визначення поняття “ринок цінних паперів”. Складові інфраструктури РЦП.
2. Сутність депозитарної діяльності.
3. Складові національної депозитарної системи.
4. Які цінні папери можуть входити в депозитарні активи?
5. Операції, які виконують депозитарні установи.
6. Які операції здійснюють депозитарні установи для обслуговування операцій емітента?
7. Які операції депозитарна установа може здійснювати без розпорядження клієнта?

[4; 8; 17; 19; 21; 24]

МАУП

## Тема 6. Фондова біржа. Організація біржової діяльності

**Фондова біржа** (ФБ) — це організований ринок, на якому власники цінних паперів через членів ФБ, які є посередниками, укладають угоди купівлі-продажу. Ціни на ці цінні папери визначаються попитом і пропозицією, а власне процес купівлі-продажу регламентований правилами і нормами. Отже, **фондові біржі** — це спеціалізовані установи, які створюють умови для постійно діючої централізованої торгівлі цінними паперами шляхом об'єднання попиту і пропозиції на них, надання місця, системи і засобів для обігу цінних паперів (переважно на вторинному ринку). Як особливий інститут вторинного РЦП фондові біржі сприяють накопиченню, розподілу та перерозподілу капіталу, а також контролю за інвестиціями та інфляцією. На етапі приватизації майна державних підприємств через фондові біржі може відбуватися первинне розміщення частки акцій найбільших підприємств, що реалізуються за грошові кошти, для визначення через котирування ринкової вартості акцій.

*Основні завдання фондової біржі:*

- мобілізація і концентрація капіталів з метою організації ліквідного РЦП;
- надання організованого місця для укладення угод;
- виявлення збалансованої біржової ціни, забезпечення високого рівня ліквідності вкладень в цінні папери, що котируються;
- забезпечення гласності й відкритості біржового торгу, надання інформації про ціни та умови обігу фінансових інструментів;
- забезпечення арбітражу як механізму вирішення спірних питань;
- забезпечення гарантій виконання біржових угод; розробка стандартів і кодексу поведінки учасників біржової торгівлі.

Згідно з нормативними актами різних країн до основних елементів біржової торгівлі цінними паперами належать такі:

- допуск і вилучення цінних паперів до (з) обігу на фондовій біржі;
- визначення способів біржової торгівлі, тобто способів укладення угод купівлі-продажу цінних паперів між учасниками біржової торгівлі;
- визначення видів угод, які можуть укладатися на біржі;

- встановлення кола учасників біржової торгівлі;
- встановлення порядку оформлення біржових угод;
- визначення порядку виконання доручень клієнтів щодо продажу чи купівлі цінних паперів, які котируються на фондовій біржі.

Нині фондові біржі, що зародились у структурі товарної біржі, посідають центральне місце в інвестиційній інфраструктурі. Для порівняння: щорічні обсяги товарних біржових операцій досягають 4 трлн дол. США, щоденні обсяги фондових і валютних бірж — сотні трильйонів доларів США. У світі налічується близько 200 фондових бірж, об'єднаних у Міжнародну Федерацію фондових бірж. Фондові біржі поділяються на групи:

- найрозвиненіші — Нью-Йоркська, Токійська, Лондонська (на них припадає до 60 % загальносвітового обсягу торгівлі акціями), Паризька (3 %), Франкфуртська (10 %), що посідають провідне місце за торговельним оборотом цінних паперів;
- розвинені — Цюрихська (4 %), Амстердамська, Міланська, Торонтська, Австралійська, що характеризуються високими оборотами цінних паперів, розвинутою структурою процедур допуску до участі в біржових торгах та котируванні, широким застосуванням комп'ютерних засобів, розвиненим механізмом здійснення клірингових та розрахункових операцій;
- перспективні — Сингапурська, Сеульська (2 %), Гонконгська (2 %), Манільська, Бангкокська), що створені кілька десятиліть тому; з певних причин вони не досягли рівня оборотів та комп'ютерного оснащення, притаманних попереднім групам; кількість цінних паперів, що перебувають в обігу, незначна і переважно місцевого походження;
- щойно створені — Варшавська, Будапештська, Українська; виникли кілька років тому в умовах недостатньої розвиненості національних фондових ринків, коли ринкові відносини у країнах лише почали складатися; при їх створенні враховувався досвід розвинених країн щодо використання електронної форми торгівлі.

Біржовий сегмент в Україні становлять Українська фондова біржа (УФБ, з 1991 р.), Київська міжнародна фондова біржа (КМФБ), Українська міжбанківська валютна біржа (УМВБ), Донецька фондова біржа (ДФБ).

Фондова біржа створюється без мети отримання прибутку і займається виключно організацією укладення угод купівлі-продажу цінних паперів та їх похідних. Організуються ФБ, як правило, у вигляді

*приватних акціонерних товариств* (США, Великобританія) або *публічно-правових інститутів* (Франція, Італія, Швейцарія, Німеччина), у яких уряд не тільки бере участь у розробці правил біржової торгівлі, а й забезпечує порядок на торгах, контролює виконання норм і правил при укладенні та реалізації біржових фондових угод. За чинним законодавством України фондова біржа може бути створена щонайменше 20 засновниками — торговцями цінними паперами, які мають дозвіл на здійснення комерційної і комісійної діяльності з цінними паперами за умови внесення ними до статутного фонду не менше 10000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. Фондова біржа набуває прав юридичної особи з дня її реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Діяльність біржі та її членів регламентується статутом, внутрішніми правилами та інструкціями. У статуті ФБ визначаються найменування та місцезнаходження ФБ; найменування та місцезнаходження засновників; розмір статутного фонду; умови і порядок прийняття у члени і виключення з членів ФБ; права і обов'язки членів ФБ; організаційна структура ФБ; компетенція і порядок створення керівних органів ФБ; порядок і умови відвідування ФБ; порядок і умови застосування санкцій, встановлених ФБ; порядок припинення діяльності ФБ. Для того щоб стати членом біржі, необхідно купити місце на біржі у її власника.

Залежно від виду торговельної діяльності *члени біржі* поділяються на групи:

*брокер-комісіонер* — збирає у брокерських фірм заявки клієнтів, доставляє їх у торговий зал біржі й відповідає за їх виконання;

*біржовий брокер* — виконує доручення інших брокерів;

*біржовий трейдер* — здійснює операції лише за власний рахунок; правилами біржі йому заборонено виконувати розпорядження клієнтів;

*спеціаліст* — виконує три основні функції: виконує заявки з певними групами цінних паперів, діючи при цьому як брокер; діє як дилер, тобто купує та продає цінні папери за власний рахунок; підтримує стабільність на ринку певних цінних паперів шляхом компенсації тимчасових дисбалансів попиту та пропозиції.

Акції нових випусків зазвичай реалізуються на первинному ринку і тільки за умови їх вдалого розміщення можуть потрапити в перелік цінних паперів, що продаються на біржі. Процедура внесення акцій компанії до переліку цінних паперів, що котируються на біржі, називається *лістингом* і здійснюється через біржовий Комітет з лістингу.

*Умови допуску* передбачають вимоги, згідно з якими в офіційному котируванні мають перебувати цінні папери, емітенти яких відповідають певним економічним та фінансовим критеріям, що встановлюються біржою, і регулярно надають інформацію про свою діяльність. Ці вимоги (за законодавством України) передбачають такі кількісні показники:

- мінімальний розмір активів має становити суму, еквівалентну 400000 євро;
- прибуток за останній балансовий рік та за два попередні роки, еквівалентний 80000 євро, за умови, що кожний рік має бути прибутковим;
- в обіг випущено не менше 1000000 акцій;
- кількість акціонерів, які володіють не менше як 100 акціями, — 2000 осіб, або загальна кількість акціонерів не менше 2200 осіб.

Порядок допуску передбачає подання емітентом заяви з проханням допустити до офіційного котирування на фондову біржу, згідно з якою емітент бере на себе *зобов'язання*:

- подавати на біржу звіти загальних зборів акціонерів;
- негайно інформувати біржу про внесення змін до статутних документів та про рішення емітента, що стосуються цінних паперів;
- узгоджувати з біржою графік випуску та підписки (розміщення) цінних паперів;
- узгоджувати з біржою графік проведення технічних процедур будь-якої операції з власниками цінних паперів, зокрема, виплати дивідендів та відсотків;
- інформувати біржу про будь-який новий факт, здатний помітно вплинути на біржовий курс, на майнове або фінансове становище емітента та його діяльність;
- надсилати біржі всі поширені ним офіційні повідомлення або публікації, а також будь-який матеріал, що містить економічну і фінансову інформацію, яку емітент має намір оприлюднити;
- періодично повідомляти біржу про загальну кількість голосів для наступної публікації, повідомлення про це в офіційному виданні біржі;
- публікувати в офіційному виданні біржі інформаційні повідомлення про перший та наступні випуски своїх цінних паперів;
- виконувати накази, що видаються Комісією з цінних паперів та іншими органами державної влади щодо захисту інтересів інвесторів та їх прав на інформацію.

*Переваги* перебування цінного папера в лістингу:

- підвищення престижу й інтересу інвесторів до компанії;
- отримання кращих умов кредитування, бо кредитори мають можливість порівняти балансову вартість активів з ринковою (біржовою) оцінкою;
- полегшення облігаційного фінансування (перебування в лістингу надає компанії можливість випускати облігації, тобто використовувати дешевші джерела фінансування);
- можливість акціонерів слідкувати за котируванням цінного папера. Можливі *недоліки* перебування цінного папера в лістингу:
- додатковий контроль за компанією;
- додаткові витрати (біржовий збір, щорічні комісійні; наприклад, на Нью-Йоркській фондовій біржі вони становлять 11–60 тис. дол. США);
- слабке реагування на маловідому компанію може призвести до низької активності її акцій і відповідно до падіння інтересу до неї інвесторів.

Цінний папір може бути вилучений з офіційного котирування (процедура *делістингу*) через незначне співвідношення щоденного обсягу операцій з цим цінним папером до загальної кількості цінних паперів, що перебувають в обігу, і до кількості котирувань за рік; невиконання зобов'язань чи погашень останніх трьох років; порушення емітентом своїх зобов'язань щодо інформування власників цінних паперів та біржі про свою діяльність; порушення правил біржі; подання заяви про неплатоспроможність емітента; ліквідацію емітента.

Розрізняють такі *форми замовлень (наказів)* на купівлю-продаж цінних паперів, які клієнти передають своїм брокерам для виконання на біржі:

- *“ринкове” замовлення* — це замовлення на купівлю чи продаж певного виду і кількості цінних паперів за найкращою ціною ринку;
- *лімітоване замовлення* — це замовлення, в якому клієнт вказує конкретну ціну, за якою повинна відбутися операція;
- *стоп-замовлення (буферне)* — це замовлення, яке підлягає виконанню як “ринкове” у тому разі, якщо курс цінного паперу падає нижче або піднімається вище за вказані ціни.

За *терміном дії* лімітовані та буферні накази поділяються на такі:

- *відкрите замовлення* — залишається в силі доти, поки не буде виконано або відмінено;
- *денне замовлення* — з денним терміном виконання.



Біржові накази можуть відображати й стандартні додаткові умови:

- “виконати чи відмінити” — негайно виконати в повному обсязі чи відмінити;
- “тільки в повному обсязі” — наказ повинен бути виконаний у повному обсязі або анульований (при операціях з великими партіями цінних паперів);
- “у визначеній послідовності” — угоди замовлення повинні реалізуватися в певній послідовності (наприклад, спочатку продаж одного цінного паперу, потім придбання іншого).

**Котирування** — це визначення курсів цінних паперів через співвідношення попиту-пропозиції, ліміту цін замовлень на купівлю-продаж і встановлення ціни, за якою може бути реалізовано найбільше замовлень (*курс дня*).

### **Види котирувань**

**Фіксингове котирування** — встановлює реальний попит і пропозицію не частіше ніж раз на день.

Нормальне фіксингове котирування відповідає таким умовам: максимальна кількість обмінних цінних паперів; мінімальна кількість невиконаних замовлень; мінімальна зміна курсу порівняно з попереднім (межа коливань — 10–20 %).

**Мультифіксингове котирування** — постійне співвідношення попиту-пропозиції (протягом дня можливо кілька курсів); визначає реальну картину в будь-який момент, а не тільки загальну тенденцію.

**Курс дня** (курс рівноваги) — співвідношення ціни попиту та пропозиції; пропорція, за якої найбільша кількість цінного паперу змінює власника (попит і пропозиція максимально зближені — найвищий можливий оборот). Якщо курс дня визначено правильно, то всі доручення з курсу дня і з кращою пропозицією ніж встановлена, будуть реалізовані. Доручення, де визначено ціну, що збігається з курсом дня, можуть бути реалізовані частково через розрив попиту та пропозиції. Доручення на купівлю за ціною нижчою від ціни дня, або на продаж за ціною, вищою від ціни дня, реалізовуватимуться наступної сесії.

Розглянемо на прикладі, як спеціаліст, акумулювавши замовлення, визначає курс дня.

1. За ринковим наказом усі замовлення розміщуються як замовлення за курсом дня (ЗКД); кількість замовлень на купівлю — у верхньому рядку, на продаж — у нижньому.

*Листок доручень спеціаліста*

Купівля		Ліміт ціни, грн.	Продаж		Найвищий можливий оборот
Кількість акцій	Сукупна кількість акцій		Сукупна кількість акцій	Кількість акцій	
900	900	ЗКД			
300	1200	24	2800	450	1200
200	1400	23	2350	500	1400
700	2100	22	1850	450	1850
–	2100	21	1400	400	1400
800	2900	20	1000	400	1000
		ЗКД	600	600	

2. Після визначення кількості замовлень відповідно на купівлю та продаж за кожною ціною слід розрахувати сукупну кількість замовлень на купівлю чи продаж, що можуть бути реалізовані за визначеною ціною. Розрахунок сукупної кількості замовлень на купівлю відбувається згори вниз; наприклад, ті, хто погоджується придбати акцію за будь-якою ціною дня (900), напевне погодяться придбати її за ціною 24 грн (300). Отже, сукупна кількість замовлень на купівлю за цією ціною становитиме 1200. Аналогічно розраховується сукупна кількість замовлень на продаж, але знизу вгору.

3. Після встановлення сукупної кількості замовлень на продаж та купівлю за кожною ціною слід визначити кількість замовлень, що можуть бути реалізовані за кожною ціною. Завдання — відшукати пропозицію, в якій найбільша кількість акцій змінить власника, а попит і пропозиція максимально зблизяться (найвищий можливий оборот). Так, за ціною 24 грн маємо 1200 замовлень на купівлю і 2800 на продаж; відповідно може бути виконано лише 1200 замовлень. У розглядуваному випадку курсом дня стануть 22 грн, бо за таким курсом буде реалізовано максимальну кількість замовлень — 1850.

Якщо курс встановлено правильно, то всі доручення за курсом дня і з пропозицією, кращою від встановленого курсу, будуть реалізовані. При незбалансованому ринку залежно від переважання попиту та пропозиції курс дня буде розміщуватися не в середині списку (як у

розглядуваному прикладі), а відповідно до нижчої чи вищої граничної межі.

Під **біржовою операцією** розуміють угоду, що укладається між членами фондової біржі в її приміщенні у встановлений нею час і яка має своїм предметом фондові цінності, допущені до обігу та котирування на цій біржі. Найважливішим критерієм класифікації фондових операцій є строк, на який укладається угода. Розрізняють **касові (спотові)** та **строкові (термінові)** операції (угоди).

**Касова угода** — це операція, розрахунок за якою здійснюється в найближчі біржові або календарні дні. У Німеччині, наприклад, касові угоди здійснюються у строк другого біржового дня після укладення угоди, у Великобританії, США та Швейцарії — протягом п'яти днів, в Японії — до 14 днів. У міжнародному лексиконі для позначення дати виконання касових угод використовується показник “Т + ...”. У деяких країнах застосовують показники “Т + 5” чи “Т + 3”. У цьому показнику літера “Т” означає день, коли угоду було укладено, а число — кількість робочих днів, через яку угода повинна бути виконана. Розрахунок за косовими угодами може бути здійснено одразу. У такому разі допускається приймання та передання фондових цінностей у приміщенні, де здійснюються біржові операції. На українських фондових біржах касові угоди передбачають доставку цінних паперів і розрахунки за ними на п'ятий робочий день, що настає за днем укладення угоди за акціями, а за облігаціями — наступного робочого дня. Фактично касові угоди відповідають угодам на реальний товар і не дають доступ до реально необхідних фондових цінностей.

**Термінова біржова операція** — це операція з фондовими цінностями, виконання якої повинно відбутися у строки, обумовлені відповідним договором (тобто передбачають виконання сторонами своїх зобов'язань у строк інший, ніж касові угоди). Виникнення таких угод пов'язано з тим, що учасники фондового ринку не впевнені у своїх прогнозах щодо майбутньої кон'юнктури цін, попиту і пропозиції й тому намагаються знизити ризик. На державних біржах існують обмеження щодо укладення таких угод. Укладення термінових угод пов'язано з терміном встановлення ціни. Якщо в момент укладення угоди ціна фондової цінності не обумовлена, то в обох сторін є можливість впливати на неї на свою користь, що пов'язано зі спекуляціями і може вплинути на інтереси третіх сторін. Саме термінові контракти відповідають інтересам тих, хто професійно грає на біржі цінних паперів. *Спекулянти* становлять особливу групу учасників біржових опе-

рацій, використовуючи біржовий механізм з метою “гри” на підвищенні чи зниженні цін.

**Термінові угоди (угоди на строк)** розподіляються на такі:

- **тверді на строк** — передбачають доставку цінних паперів у кількості й за курсом, зафіксованим сторонами в момент підписання угоди (вони можуть передбачати такі умови доставки цінних паперів: у строк, зафіксований в угоді; з правом покупця вимагати доставки цінних паперів у будь-який день до вказаної в угоді останньої дати; з правом продавця вибирати момент доставки цінних паперів до вказаної в угоді останньої дати з попереднім повідомленням про це покупця);
- **онкольні на строк** — передбачають виконання розрахунків за курсом на день, зазначений в угоді;
- **з преміями (опціонами)** — передбачають право сторін відмовитися від своїх зобов'язань з виплатою обумовленої премії чи опціону іншій стороні.

Угоди купівлі-продажу цінних паперів на українських біржах оформлюються шляхом складання записки спеціаліста і відповідного біржового контракту. У цих документах зазначаються основні умови угоди, порядок розрахунків, а також розмір комісійної винагороди. Підписання біржового контракту брокером продавця і брокером покупця, а також реєстрація угоди повинні бути здійснені не пізніше наступного робочого дня після укладення угоди. Реєструється угода (біржовий контракт) у розрахунковому підрозділі біржі. На кожен угоду складається картка реєстрації угоди. Брокеру продавця та брокеру покупця видається по примірнику реєстраційного запису.

Якщо при оформленні угоди між сторонами виникає суперечка щодо умов договору, остаточними є умови, зафіксовані в записі спеціаліста. Сторона, яка не погодилась з умовами іншої сторони, підтвердженими запискою спеціаліста, вважається такою, що відмовилась від угоди. За відмову від угоди встановлюються штрафні санкції, що розраховуються відносно суми угоди, зафіксованої в записці спеціаліста.

**Фондовий індекс** — це статистичний показник зміни курсу, що відбив сукупну інформацію різних компаній за певним видом цінного паперу; є показником активності фондового ринку, що дає змогу прослідкувати за змінами вартості інструментів фондового ринку. Індекси використовують для аналізу окремих сегментів фондового ринку і сукупних угод на біржовому чи позабіржовому ринках і дають можливість виявити тенденції, необхідні для прийняття рішення інвесто-

ром. Вони відбивають не тільки цінові коливання, а й стан економіки країни загалом (чи певної галузі) і є складовою макроекономічного аналізу ефективності господарського механізму. *Загальноринкові* індекси використовують для оцінки зміни вартості ринкового портфеля акцій і охоплюють 75–95 % обсягів капіталізації ринку. *Галузеві* індекси використовують для аналізу вартості акцій певної галузі. Якщо цей показник відбиває зміну курсу цінних паперів, що котируються на фондових біржах, його називають **біржовим індексом**.

У загальному вигляді *фондові індекси* — це *середня зміна цін певного набору цінних паперів порівняно з базисним періодом*. У базисний період ціна цінного паперу, що входить в індекс, трансформується так, щоб на цю дату індекс дорівнював 10, 100 чи 1000 для спрощення розрахунку. До основних методів розрахунку індексу належать такі: середньої арифметичної; зваженої середньої арифметичної та середньої геометричної. Наприклад, за середньої арифметичної ціни акцій емітентів, що враховуються в індексі, на момент закриття торгу підсумовуються й діляться на кількість складових для отримання середньої величини.

Будь-який фондовий індекс відбиває те, що в ньому закладено через вибір складових і методу розрахунку. Що ширша вибірка, то ближче індекс до індикатора стану економіки чи окремої галузі. Індекс мобільніший при об'єднанні складових не за галузевою ознакою, а за рівнем капіталізації компанії, тобто за сумою ринкових вартостей усіх акцій, що обертаються. Наприклад, індекс “блакитних фішок” є показником зміни цін на акції невеликої кількості компаній, обсяг торгівлі яких становить значну частку ринку.

Якщо компанія за своїми показниками не характерна для галузі; частка галузі в економіці зменшилася чи встановлено, що компанія надає не повну фінансову звітність (інформаційна причина), її акції можуть бути виключені з вибірки.

Перший найвідоміший індекс — Доу Джонса (Dow Jones Index) — розраховується як середній показник зміни курсової вартості акцій, що котируються на Нью-Йоркській фондовій біржі з 1884 р. і об'єднує три самостійних індекси (промисловий, транспортний, комунальний). Індекс Ніккей розраховується за курсами акцій 225 найбільших японських компаній, цінні папери яких котируються на Токійській фондовій біржі. Британський індекс Актуаріїв (Financial Times Actuaries Share Indices) охоплює понад 700 цінних паперів (близько чверті котированих на біржі), де 92 % становлять звичайні акції

(equities), а 8 % — акції з фіксованим відсотком (stocks), і характеризує зміну поведінки на ринку в довготривалому періоді. З’являються перші фондові індекси міжнародного значення. З 1990 р. на Лондонській біржі розраховується Євротрак — індекс, що охоплює акції 100 корпорацій континентальної Європи.

У 1997 р. з’явилися перші українські фондові індекси. Як правило, їх обчислюють компанії-торгівці цінними паперами. Такими індексами є WOOD-15 (Wood & Co), КАС-20 (Альфа Капітал Україна), PRO-15 (Prospect Investments). Позабіржова фондова торговельна система з жовтня 1997 р. так само почала розраховувати власний індекс — ПФТС. У березні 2004 р. він вперше подолав базову позначку 100 пунктів і сягнув 120 пунктів, збільшившись на 73 % за перші кілька місяців року. Лідерами зростання стали цінні папери заводу “Азов-сталь” та Харцизького трубного заводу (українських “блакитних фішок”), вартість яких за цей період збільшилася відповідно у 5,6 та 3,7 разу. Об’єктивним підґрунтям такого “ривку” стало стабільне економічне зростання, стабілізація фінансової системи, стабільність національної грошової одиниці.

**Завдання 1.** За даними таблиці розрахувати курс дня. Зробити висновок про стан попиту та пропозиції на ринку.

*Листок доручень спеціаліста*

Купівля		Ліміт ціни, грн.	Продаж		Найвищий можливий оборот
Кількість акцій	Сукупна кількість акцій		Сукупна кількість акцій	Кількість акцій	
1400		ЗКД			
–		37		700	
500		36		600	
1000		35		800	
800		34		700	
800		33		600	
900		32		–	
		ЗКД		800	

### *Питання для самоконтролю*

1. Фондова біржа є інститутом:
  - а) біржового ринку;
  - б) позабіржового ринку;
  - в) первинного ринку;
  - г) вторинного ринку.
2. Назвіть основні завдання та принципи створення фондової біржі.
3. Назвіть кількісні критерії допуску цінних паперів до котирування на українських біржах.
4. Порівняйте переваги та недоліки перебування цінних паперів компанії в лістингу.
5. Замовлення на здійснення операції з цінним папером за обумовленою ціною є:
  - а) ринковим;
  - б) лімітованим;
  - в) стоп-замовленням.
6. Відкритим по терміну дії може бути:
  - а) ринкове;
  - б) лімітоване;
  - в) буферне замовлення.
7. Що є метою процедури котирування?
8. Чи застосовується на українських біржах мультифіксингове котирування?
9. Курс дня це:
  - а) курс за яким отримано тах кількість замовлень на продаж;
  - б) за яким отримано тах кількість замовлень на купівлю;
  - в) за яким тах кількість цінних паперів змінюють свого власника;
  - г) який визначається в ринковому замовленні.
10. Назвіть термін виконання касових угод на українських біржах.
11. Яка мета переслідується при заключеннях термінових угод.
12. Тверді угоди на строк передбачають:
  - а) розрахунок за курсом на день, зазначений в угоді;
  - б) розрахунок за курсом, зазначеним в угоді;
  - в) встановлення курсу на день, що визначається продавцем;
  - г) встановлення курсу на день, що визначається покупцем.
13. Що відображають фондові індекси? Яким чином розраховуються фондові індекси?

[6–8; 19; 20]

## Тема 7. Похідні цінні папери

*Деривативи* — це фінансові інструменти, інвестиційна віддача яких залежить від їх похідних інструментів, тобто їх діяльність залежить від діяльності інших фінансових активів. Дериватив можна визначити як строковий контракт між покупцем та продавцем. Існує багато різновидів деривативів: опціони, форвардні та ф'ючерсні контракти, свопи та пов'язані деривативи (варанти).

*Особливості деривативів:* управління ризиком, прогнозування цін, операційні переваги, ринкова ефективність, спекуляція. Основою існування похідних інструментів є майбутня невизначеність. До основних функцій належать страхування (хеджування) вірогідних ризиків за непередбачуваних подій. Ці ризики відбиваються в можливих збитках при несприятливій зміні ціни базового активу.

*Ф'ючерс* — це стандартний документ, що є контрактом за яким одна сторона зобов'язує іншу продати чи купити певну кількість цінних паперів за певною ціною в майбутньому. При підписанні контракту продавець базового активу відкриває “коротку позицію” чи продає контракт, а покупець відкриває “довгу” позицію. Оплата за поставку базового активу відбувається в момент підписання угоди. Але оскільки така угода є обов'язковою для виконання, то існують механізми зменшення кредитного ризику невиконання зобов'язань. При укладенні контракту продавець і покупець повинні внести на рахунок клірингової палати страховий депозит (початкову маржу). Клірингова палата як підрозділ біржі є посередником між покупцем та продавцем і гарантом як своєчасної поставки базового активу, так і повної його оплати. Варіаційна маржа може становити 1–6 % вартості контракту. Але в подальшому вона щоденно корегується залежно від того, на користь покупця чи продавця змінюється поточна ціна (тобто для кого виникає вірогідність відмови). На більшості ф'ючерсних ринків реальною поставкою базового активу завершується не більше 1 % угод. Це пов'язано з правом у будь-який момент здійснити зворотну операцію (зворотна торгівля). Таким чином, ф'ючерсний контракт — це інструмент хеджування, який має на меті не продаж (придбання) реального активу, а зменшення ризику чи спекулятивну гру на коливанні цін.



При оцінюванні ф'ючерсного контракту слід розрізняти ф'ючерсну ціну та вартість ф'ючерсного контракту. **Ф'ючерсна ціна** — це ціна відповідно до угоди, за якою передбачається поставка базового активу у визначений термін. Стан, коли ф'ючерсна ціна в момент укладення контракту перевищує ціну на ринку готівкових продажів (спот), називається **контанко**, а коли ціна є нижчою — **беквордейшн**. **Вартість ф'ючерсного контракту** визначається збільшенням прибутку, який дає інвестору наявність відкритої ф'ючерсної позиції. На момент укладення контракту його вартість дорівнює нулю. Якщо до моменту виконання контракту ф'ючерсна ціна змінилася, то вартість контракту дорівнює різниці між поточною ф'ючерсною ціною ( $f_t$ ) та ціною ( $f_T$ ), за якою його було продано (чи придбано). На момент поставки вартість ф'ючерса дорівнює різниці між контрактною ціною і ціною спот. Різниця між ф'ючерсною ціною і ціною спот називається **базисом**:  $b = f - s$ . Різниця між цінами однакових ф'ючерсних контрактів з різними термінами виконання називається **ф'ючерсним спредом**.

Основне питання при оцінюванні ф'ючерсного контракту полягає в тому, як повинні співвідноситися ф'ючерсна ціна і ціна спот (тобто яким повинен бути розмір базису). Хоча здебільшого ф'ючерсні контракти закриваються шляхом зворотної торгівлі, вони передбачають обов'язковість виконання. Одним з методів виконання зобов'язання в умовах ліквідного, постійно діючого ринку є погашення різниці між ціною спот і ф'ючерсною ціною. Наприклад, при купівлі базового активу з ціною акції 15 грн при ціні спот 18 грн контракт може реалізуватися, коли продавець перерахує збиток (3 грн), а покупець отримає його. Таким чином, для того щоб угода було реалізовано, ціни ф'ючерсу і спот повинні збігатися, тобто  $f_0 = s$ . У протилежному разі з'явиться можливість для арбітражної операції: якщо  $f_0 > s$ , то арбітражер продасть контракт і купить актив; за інших умов він продасть актив і купить контракт.

І опціон, і ф'ючерс дають можливість (право) отримати в майбутньому певні фондові цінності. Однак на відміну від опціону ф'ючерсні контракти є не актом купівлі-продажу, а зобов'язанням поставки цінностей; вимагають обов'язкового розрахунку після завершення терміну угоди; ризик, пов'язаний з ф'ючерсною угодою, значно вищий (адже виконання угоди обов'язкове). Якщо ціна фондової цінності знизиться, то покупець ф'ючерсу може втратити більше, ніж розмір премії з опціону, а якщо ціна підвищується, то збільшаться втрати продавця.

**Опціон** — це цінний папір, який є результатом опціонного контракту, згідно з яким один з учасників отримує право продажу чи купівлі певної кількості цінних паперів за обумовленою ціною в певний проміжок часу, а інший учасник за грошову премію приймає зобов'язання купити чи продати обумовлений цінний папір. Опціон є стандартизованою угодою, де вказується кількість активів, ціна виконання контракту і дата здійснення операції. Власник опціону має право на здійснення операції з цінним папером, але він не зобов'язаний виконувати цю операцію. При підписанні опціону продавець отримує на депозит “винагороду” як премію за ризик з боку власника опціону, який має право відмовитися від виконання угоди. Існують опціони двох типів: *європейський* — передбачає, що купити чи продати базові активи можна лише безпосередньо перед датою його завершення; *американський* — реалізувати угоду можна в будь-який момент протягом дії контракту.

Основними ознаками опціону є тип і позиція учасників угоди. Існують два *типи опціону*:

- *колл* — право на купівлю (опціон покупця);
- *пут* — право на продаж (опціон продавця).

Продавець опціону надає право вибору покупцю опціону. Купуючи опціон колл, покупець отримує право на купівлю (чи право відмовитися від неї) у продавця опціону активів у встановлений термін за обумовленою ціною. Купуючи опціон пут, покупець опціону набуває право продажу продавцю опціону активу у встановлений термін за ціною виконання або відмовитися від такого продажу. Як і для ф'ючерсу, для опціону існує дві позиції: довга (покупця) та коротка (продавця). Поєднання типів і позицій створює основні *види опціонів*:

- довгий колл (покупець опціону на купівлю);
- короткий колл (покупець опціону на продаж);
- довгий пут (продавець опціону на купівлю);
- короткий пут (продавець опціону на продаж).

Складні стратегії опціонного ринку побудовані на комбінаціях двох і більше опціонів в одній операції з різними термінами та ціною виконання.

**Варант** — це різновид опціону на купівлю, який випускається емітентом разом з привілейованими акціями чи облігаціями і надає право на придбання простих акцій емітента за певною ціною. Термін дії варанта 3–5 років. Зазвичай ціна обміну, що визначена у варанті, на

15–20 % перевищує поточну ціну звичайної акції. Але придбання облігації з варантом може бути вигідним, якщо протягом терміну дії варанту ціна звичайної акції перевищить рівень, визначений у варанті. У цьому разі, зрозуміло, інвестор скористається варантом і обміняє його на звичайні акції (у варанті обумовлюється кількість цінних паперів для обміну — один чи кілька). **Приклад.** Поточна ціна акції — 2 грн. Якщо ви придбали трирічну облігацію з варантом, де визначена ціна акції становить 2,30 грн, ви зможете протягом трьох років обміняти її на акцію. Так, якщо ціна акції становитиме 2,60 грн, інвестор обміняє облігацію і отримає 0,30 грн прибутку. Якщо ж поточна ціна акції знизиться чи залишиться незмінною, інвестор не обмінюватиме облігацію і зачекає її погашення.

Таким чином, для інвесторів варант привабливий тим, що дає можливість використати очікуване підвищення цін акцій і мати високий процент доходу від звичайних акцій. Для емітента перевага полягає в тому, що облігації, які випускаються разом з варантом, мають нижчу вартість капіталу, ніж звичайні облігації, а варант підвищує на них попит і полегшує розміщення.

Вартість варанта розраховується як різниця між ціною звичайної акції та визначеною ціною обміну, яка перемножується на кількість акцій, що можуть бути обмінені на один варант. Ця вартість є теоретичною вартістю варанта.

Наприклад, варант може бути обмінений на дві акції за визначеною ціною 9 грн. Поточна ціна акції — 11 грн. Тоді теоретична вартість варанта дорівнюватиме  $2 \cdot (11 - 9) = 4$  грн.

Якщо ринкова ціна знизиться нижче рівня теоретичної, то дилери почнуть арбітражну операцію: скуповуватимуть варанти, реалізуючи своє право, і продаватимуть акції. Що більше варантів вони купуватимуть, то швидше ринкова ціна підвищиться до теоретичної.

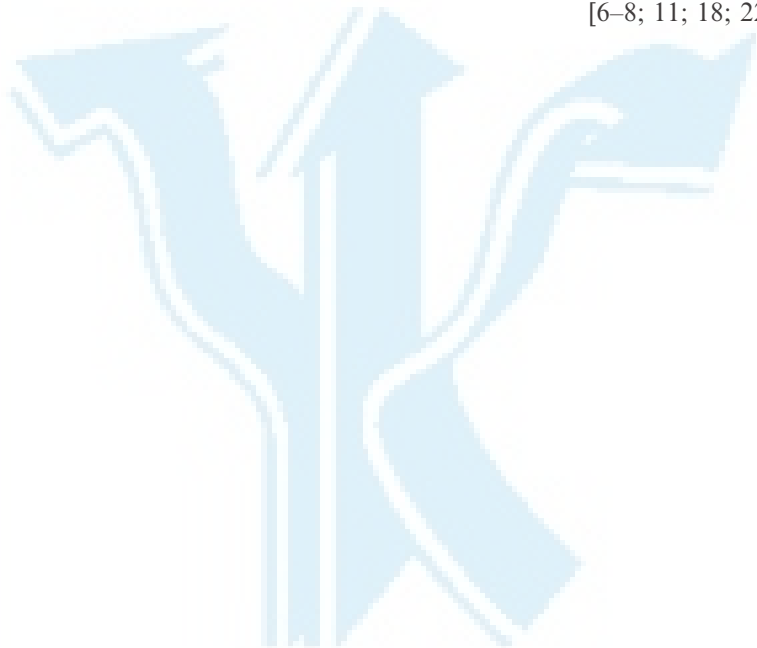
**Завдання.** Розрахувати теоретичну вартість варанта, якщо поточна ціна акції дорівнює 36 грн, визначена ціна обміну — 32 грн, пропорція обміну 1:1. Яке рішення прийме власник варанта?

### *Питання для самоконтролю*

1. Основні ознаки похідних цінних паперів.
2. Для чого використовуються похідні цінні папери?
3. Загальна схема укладення ф'ючерсного контракту.
4. Як повинні співвідноситися ціна ф'ючерсу та ціна спот, щоб угода була реалізована?

5. Опціон на покупку — це:
- а) колл опціон;
  - б) пут опціон.
6. Проаналізуйте спільні риси та відмінності ф'ючерсу та опціону.
7. Визначення поняття “варант”. Що спонукає емітента випускати, а інвестора — купувати цінні папери з варантом? Що становить прибуток власника облігації з варантом при обміні її на звичайну акцію?

[6–8; 11; 18; 22]



**МАУП**

## Тема 8. Регулювання ринку цінних паперів

**Регулювання ринку цінних паперів** — це об'єднання в одну систему методів і засобів, що дають змогу регламентувати здійснення операцій та угод, дотримання ними певних вимог і правил, а також впорядкувати діяльність учасників ринку з боку організацій, уповноважених суспільством на такі дії. *Мета регулювання* — створити механізм підтримки рівноваги взаємних інтересів учасників ринку за правилами чесної гри.

Розглянемо *причини* необхідності регулювання РЦП.

1. На РЦП реалізуються *національні інтереси держави*, тобто сукупність економічних і політичних пріоритетів у сучасних умовах:

- підтримання процесу розширеного відтворення суспільного виробництва як основи формування та подальшого розвитку соціально орієнтованої економіки країни;
- зміцнення політичного та економічного суверенітету держави;
- підвищення міжнародного авторитету держави;
- забезпечення активної та збалансованої інвестиційної політики країни;
- встановлення соціальної стабільності в суспільстві;
- формування сучасної структури власності та методів управління в галузях, що мають загальнодержавне значення, з урахуванням інтересів суспільства;
- відновлення довіри населення до держави.

2. *Інтереси учасників РЦП* (емітентів, інвесторів, торгівців та ін.) можуть вступати у суперечність, для забезпечення стабільності та правового врегулювання ринку необхідно регламентувати відносини суб'єктів РЦП.

3. Найчисленнішим інвестором на РЦП є *населення*, яке найчастіше не має спеціальних знань і кваліфікації у сфері фондового ринку й потребує створення надійної системи захисту прав та майнових інтересів на РЦП.

*Державне регулювання РЦП* означає здійснення державою та її інститутами системи заходів впорядкування, контролю та нагляду за РЦП з метою забезпечення його соціальної справедливості, прозорості, надійності й відкритості та запобігання порушень на ньому.

Держава з метою реалізації своєї політики на РЦП застосовує цілісну систему взаємопов'язаних заходів, спрямовану на досягнення таких **цілей**:

- залучення як вітчизняних, так і іноземних інвестицій (для чого потрібно мати сприятливе та стабільне законодавство, державний моніторинг, розкриття інформації, розвинену інфраструктуру, захист інвесторів);
- обмеження інфляційних процесів (шляхом поширення державних цінних паперів, емісії цінних паперів органами місцевого самоврядування, продажу державних пакетів акцій інвестиційно привабливих підприємств);
- реструктуризації (шляхом продовження приватизації, створення умов для конкуренції та ефективного менеджменту);
- інтеграції в міжнародні фінансові ринки (шляхом впровадження міжнародних стандартів діяльності в Україні, обігу іноземних інструментів в Україні та українських фінансових інструментів за її межами; міжнародного співробітництва);
- соціальної стабільності в суспільстві (шляхом всебічного аналізу соціально-економічних аспектів та напрямків удосконалення, захисту прав власності, розвитку інститутів спільного інвестування, інформування та освіти населення).

Регулювання ринку цінних паперів має наступні **завдання**:

- підтримки порядку на ринку, створення нормальних умов для діяльності всіх учасників ринку;
- захисту учасників ринку від шахрайств і зловживань;
- забезпечення вільного і відкритого процесу ціноутворення цінних паперів на основі попиту та пропозиції, запобігання монополізації на РЦП;
- створення ефективного ринку, що матиме стимули для підприємницької діяльності й на якому кожний ризик адекватно винагороджуватиметься;
- створення необхідних ринкових структур;
- впливу на ринок задля досягнення певних суспільних цілей.

Державне регулювання РЦП повинно базуватися на певних **принципах**:

- першочергової реалізації загальнонаціональних інтересів;
- оптимальності державного регулювання (тобто делегування частини повноважень професійним учасникам РЦП, об'єднаним у саморегульвні організації);

- послідовності державного регулювання;
- орієнтованості на світовий досвід функціонування фінансових ринків (урахування інтеграційних тенденцій, реалізація завдань входження в міжнародний РЦП на основі створення конкурентоспроможного вітчизняного РЦП, розвиток співробітництва з іноземними регулюючими та контролюючими органами тощо);
- єдності державного регулювання (єдність нормативно-правової бази, концентрація регулюючих та контролюючих функцій у спеціальному державному органі, координація діяльності інших органів державної влади з питань функціонування РЦП в Україні).

Процес регулювання РЦП перевищує:

- створення *нормативної бази* функціонування ринку (законів, постанов та інших нормативних актів);
- *ліцензування* професійних учасників ринку;
- *контроль* за виконанням норм і правил учасниками ринку;
- систему *санкцій* у разі виявлення порушень норм і правил;
- створення *єдиної системи інформування* про стан ринку і забезпечення відкритості для інвестора;
- створення *системи захисту інвесторів*.

Основними є такі методи регулювання РЦП:

- реєстрація випусків та проспектів емісії цінних паперів;
- атестація професійних учасників ринку;
- страхування дрібних інвесторів;
- аудиторський і рейтинговий контроль за фінансовим станом емітента;
- постійне інформування інвесторів;
- нагляд та інспектування фондових операцій.

Регулювання РЦП охоплює всі види діяльності й усі види операцій на ньому і здійснюється органами чи організаціями, уповноваженими виконувати ці функції. Розрізняють дві *форми* регулювання РЦП: *державно-правова* — переважно через державні органи з переданням незначної кількості повноважень професійним учасникам ринку; *інституційно-правова* — більшість повноважень надається об'єднанням професійних учасників ринку при збереженні за державою контрольних функцій.

Безумовно, за будь-якої форми основним елементом є законодавче регулювання РЦП державою. Саме цей елемент створює необхідну нормативно-правову базу для ринкових відносин учасників РЦП.

В основу регулювання РЦП саморегульвними організаціями (СРО) покладено такі принципи: зацікавленість учасників ринку у підтри-

манні порядку; перенесення частини витрат з регулювання безпосередньо на ринок. У світовій практиці саморегульвними визнаються некомерційні, недержавні організації, створені професійними учасниками РЦП на добровільній основі з метою регулювання окремих аспектів ринку на базі державних гарантій, що відображені в наданні їм державного статусу СРО. Вперше СРО виникли у США після прийняття в 1934 р. закону про фондові біржі. Згідно з цим законом фондові біржі використовувались як засіб регулювання на РЦП. Саморегульвні організації існують як на міжнародному рівні (Міжнародна федерація фондових бірж), так і на національному (NASD у США, ПАРТАД у Росії, ПФТС в Україні).

До прав СРО належать такі:

- розробка обов'язкових правил і стандартів професійної діяльності й операцій на ринку;
- професійна підготовка кадрів і встановлення вимог, обов'язкових для функціонування на певному ринку;
- контроль за дотриманням учасниками ринку правил і нормативів;
- інформаційна діяльність на ринку;
- забезпечення зв'язку, представництва і захисту інтересів учасників ринку в державних органах управління.

Переваги регулювання СРО: розробка стандартів діяльності учасниками ринку відповідно до його особливостей; зменшення витрат держави на утримання бюрократичного апарату; створення етичних норм взаємодії, що неможливо шляхом правового регулювання; контроль з боку учасників ринку, що значно вимогливіший, оскільки учасники безпосередньо зацікавлені в нормальному функціонуванні ринку.

До недоліків такої форми регулювання належать можливість зловживань з боку СРО з метою перешкодження проникненню конкурентів на ринок; можливе дублювання державного регулювання, оскільки уряд може контролювати ті ж питання; СРО можуть виявляти небажання застосовувати санкції проти своїх членів. Нині форма інституційно-правового регулювання вважається допоміжною, а її застосування на ринках, що розвиваються, потребує особливих застережень.

Регулювати РЦП переважно на рівні рекомендацій можуть також міжнародні організації з метою зближення національних законодавств, інтеграції національних ринків у світовий фінансовий ринок, створення умов для захисту інвесторів. До таких організацій належать IOSCO — Міжнародна організація комісій з цінних паперів і згадувана FIBS — Міжнародна федерація фондових бірж.



## *Система державних органів регулювання РЦП України*

Характерною ознакою ринків капіталів у сучасному світі є глобалізація. Щоб визначити особливості державного регулювання РЦП в Україні, доцільно охарактеризувати стан і основні ознаки цього ринку. Назвемо основні характерні ознаки:

- в обігу перебувають цінні папери як іменні, так і на пред'явника;
- здійснюється обіг як документарних, так і бездокументарних цінних паперів;
- змішана форма участі як торговців цінними паперами (як банки, так і небанківські установи);
- продовження приватизації, боротьба за контроль над об'єктами, що приватизуються; як наслідок цього — первинне розміщення (у результаті приватизації), первинна емісія і розподіл не через організовані ринки; слабкість вторинного ринку;
- Україна має ознаки emerging market (ринку, що виникає) — швидкозростаючий, високоризиковий; з інфраструктурою, що формується; з переважанням іноземного інвестора; з низькими ліквідністю та прозорістю ринку;
- слабкість внутрішнього інвестора.

Система органів, які в межах своїх повноважень та компетенції здійснюють регулювання, контроль та інші функції управління фондового ринку й інвестиційної діяльності в Україні, складається з чотирьох груп.

1. Верховна Рада України, Президент та Кабінет Міністрів України, які шляхом прийняття законодавчих та нормативних актів з питань РЦП, визначення напрямків державної політики на РЦП, призначення складу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку забезпечують загальні засади державного регулювання РЦП в Україні.

2. Безпосереднє формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР).

3. Державні органи, що здійснюють контроль або функції управління на РЦП. Зокрема, це Фонд державного майна, Міністерство фінансів, Міністерство економіки, Національний банк України, Антимонопольний комітет, Державна податкова адміністрація України. Певні функції управління інвестиційною діяльністю здійснюють Національне агентство з реконструкції та розвитку та Державна інвестиційна компанія.

4. Державні органи, що виконують спеціальні функції контролю та нагляду за дотриманням законодавства і правозастосування в державі. Ці функції поширюються і на РЦП. Зокрема, як Міністерство внутрішніх справ, Генеральна прокуратура, Служба безпеки України, Вищий арбітражний суд України.

Згідно із Законом України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” координацію діяльності державних органів з питань фондового ринку покладено на ДКЦПФР. До основних завдань комісії належать такі:

- формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування РЦП в Україні, координація державних органів у цій сфері;
- державне регулювання та контроль за випуском та обігом цінних паперів і їх похідних в Україні, запобігання і припинення порушень законодавства на РЦП шляхом застосування санкцій;
- сприяння розвитку РЦП шляхом адаптації національного ринку до міжнародних стандартів, розробка пропозицій щодо вдосконалення законодавства.

У процесі реалізації цих завдань ДКЦПФР виконує такі основні функції:

- встановлює вимоги щодо випуску й обігу цінних паперів та їх похідних, у тому числі іноземних емітентів; встановлює порядок реєстрації і випуску цінних паперів та інформації про випуск;
- здійснює реєстрацію випусків цінних паперів та інформації про їх випуск, у тому числі цінних паперів іноземних емітентів, що перебувають в обігу на території України;
- встановлює вимоги та умови відкритого продажу (розміщення) цінних паперів;
- встановлює порядок і видає дозволи на здійснення діяльності з випуску та обігу цінних паперів, на депозитарну, реєстраційну, клірингово-розрахункову діяльність з цінними паперами та інші передбачені законодавством спеціальні дозволи на здійснення окремих видів професійної діяльності на РЦП, анулює ці дозволи в разі порушення вимог законодавства;
- встановлює порядок складання звітності учасників РЦП;
- реєструє правила функціонування організаційно оформлених РЦП.

За ДКЦПФР закріплено багато функцій і прав, які надають можливість забезпечити повний комплекс регулятивних, наглядових і контрольних заходів, що охоплюють практично всі аспекти та особ-

ливості діяльності на ринку. Цій Комісії надано широкі повноваження у сфері правозастосування: уповноважені особи Комісії мають право накладати штрафи та застосовувати санкції до юридичних осіб за правопорушення на РЦП. Так, за випуск в обіг та розміщення неареєстрованих цінних паперів передбачено штраф у розмірі 10000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або до 150 % прибутку (надходжень), одержаного в результаті цих дій. За діяльність на ринку без ліцензії накладається штраф у розмірі 5000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян; за ненадання, несвоєчасне надання або надання недостовірної інформації — до 1000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян.

Одним з аспектів діяльності ДКЦПФР є створення СРО. Як СРО зареєстровані Українська Асоціація інвестиційного бізнесу, ПФТС та Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв.

Важливим кроком для процесу інтеграції українського фондового ринку в міжнародні ринки капіталів став вступ ДКЦПФР у члени IOSCO, яка координує діяльність на світовому ринку капіталів і об'єднує Комісії з цінних паперів 78 країн світу.

Сучасний розвиток РЦП в Україні пов'язаний зі створенням розвиненого та високоліквідного вітчизняного фондового ринку, інтегрованого в міжнародні ринки капіталів, і вдосконаленням форм та методів його регулювання, наглядю та контролю з метою захисту інтересів інвесторів, держави і суспільства. Вирішення проблем розвитку фондового ринку в межах визначеної єдиної державної політики можливо лише за умов ефективної координації та взаємодії, насамперед органів державної влади, а також усіх учасників ринку.

### *Питання для самоконтролю*

1. Причини необхідності регулювання РЦП.
2. Мета державного регулювання РЦП України.
3. Складові процесу регулювання.
4. Основні форми регулювання РЦП. Яка з них переважає?
5. Переваги та недоліки регулювання через СРО.
6. Які міжнародні організації регулювання РЦП?
7. Основні групи органів державного регулювання в Україні. Їх функції.
8. Основні завдання ДКЦПФР щодо регулювання РЦП України.

[3; 8; 16; 17; 19; 26]

## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ТА РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Закон України “Про банки і банківську діяльність” від 07.12.2000.
2. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // ВВР України. — 1996.
3. Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15 березня 2001 р. № 2299-III // ВВР України. — 2001.
4. Закон України “Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10 грудня 1997 р. № 71097-ВР // ВВР України. — 1997.
5. Закон України “Про обіг векселів в Україні” від 5 квітня 2001 р. № 2314-III // ВВР України. — 2001.
6. Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” від 18 червня 1991 р. № 1201/ВР, із змін. і допов. // ВВР України. — 1991.
7. Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов. — М.: ИНФРА-М, 1996.
8. Губський Б. В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі. — К.: Наук. думка, 1998.
9. Денисенко М. П. Основи інвестиційної діяльності: Підручник. — К.: Алерта, 2003.
10. Жуков Е. Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. — М.: Банки и биржи, 1995.
11. Загорський В. С. Ринок цінних паперів. — Львів, 1995.
12. Иванов В. М. Финансовый рынок. — К.: МАУП, 1999.
13. Инвестиционно-финансовый портфель (Книга инвестиционного менеджера. Книга финансового посредника) / Отв. ред. Ю. Б. Рубин, В. И. Солдаткин. — М., 1999.
14. Інвестування: Навч.-метод. посіб. / А. А. Пересада та ін. — К.: Вид-во КНЕУ, 2001.
15. Калина А. В., Корнеев В. В. Рынок ценных бумаг: Учеб. пособие. — К.: МАУП, 1999.
16. Мельник В. А. Ринок цінних паперів. — К.: ВІРА-Р, 1998.

17. *Мендруп О. Т., Шевчук І. А.* Ринок цінних паперів: Навч. посіб. — К.: Вид-во КНЕУ, 1998.
18. *Мертенс А.* Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории. — К.: Изд-во КИА, 1997.
19. *Мозговой О. М.* Фондовый рынок: Навч. посіб. — К.: Вид-во КНЕУ, 1999.
20. *Мозговой О. Н.* Зарубежный фондовый рынок. — К.: Феникс, 1998.
21. *Мозговой О. Н.* Фондовый рынок Украины. — К.: Феникс, 1997.
22. *Нікбахт Е., Гропеллі А.* Фінанси. — К., 1993.
23. *Пересада А. А.* Інвестиційні процеси в Україні. — К.: Лібра, 1998.
24. *Пилипенко І. І., Жук О. П.* Цінні папери в Україні. — К., 2001.
25. *Федоренко В. Г., Гойко А. Ф.* Інвестування. — К.: МАУП, 2000.
26. *Фондовый рынок Украины:* Навч. посіб. / За ред. акад. В. В. Оскольського. — К.: Скарбниця, 1994.
27. *Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.* Инвестиции. — М.: ИНФРА-М, 1998.
28. *Шклярук С. Г.* Портфельное инвестирование: Курс лекций по инвестированию, формированию и управлению инвестиционным портфелем. — К.: Нора-принт, 2000.

МАУП

# ЗМІСТ

ВСТУП .....	3
<b>Тема 1.</b> Ринок цінних паперів як механізм залучення фінансових активів .....	5
<b>Тема 2.</b> Інструменти ринку цінних паперів .....	14
<b>Тема 3.</b> Оцінка інструментів ринку цінних паперів: аналіз акцій і облігацій .....	32
<b>Тема 4.</b> Формування портфеля цінних паперів та управління ним .....	46
<b>Тема 5.</b> Інфраструктура ринку цінних паперів .....	57
<b>Тема 6.</b> Фондова біржа. Організація біржової діяльності .....	60
<b>Тема 7.</b> Похідні цінні папери .....	72
<b>Тема 8.</b> Регулювання ринку цінних паперів .....	77
Список використаної та рекомендованої літератури .....	84

МАУП

The proposed publication considers the aspects of functioning of the securities market, identifies its structure and the place of its elements within the general market mechanism.

The present tutorial material contains an introduction, a short-winded exposition of the theoretical stuff in accordance with the discipline curriculum, questions for self-control, assignments for independent solution and a list of recommended literature.

The publication is designed for students of economic specialties of the distance learning form corresponding to the educational and qualification levels of bachelor and specialist, who study the discipline on their own.

Навчальне видання

**Чердніченко Наталія Іванівна**

## **РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

*Методичні вказівки і завдання  
для самостійного вивчення дисципліни*

Educational Publication

**Cherednichenko, Natalia I.**

## **SECURITIES MARKET**

*Tutorial Instructions and Assignments  
For Independent Learning of the Discipline*

Відповідальний редактор *С. Г. Рогузько*

Редактор *І. В. Хрошук*

Коректор *Л. Г. Бурлакiна*

Комп'ютерне верстання *С. В. Фадєєв, Н. М. Музиченко*

Оформлення обкладинки *С. В. Фадєєв*

Підп. до друку 23.11.04. Формат 60×84<sub>16</sub>. Папір офсетний. Друк офсетний.  
Ум. друк. арк. 5,13. Обл.-вид. арк. 4,85. Тираж 3000 пр.

Міжрегіональна Академія управління персоналом (МАУП)  
03039 Київ-39, вул. Фрометівська, 2, МАУП

*Свідоцтво про внесення до Державного реєстру  
суб'єктів видавничої справи ДК № 8 від 23.02.2000*

СПД Чалчинська Н. В.  
03146 Київ-46, вул. Жмеринська, 22, кв. 125

*Свідоцтво ДК № 1011 від 23.08.2000*