

ЧАСТИНА IV

ФОНДОВА БІРЖА

План

- 4.1. **Поняття фондового ринку**
- 4.2. **Фондові біржі як суб'єкт економічних відносин.
Завдання фондових бірж**
- 4.3. **Організаційно-управлінська структура
фондових бірж**
- 4.4. **Політика організації будови фондової біржі**
- 4.5. **Аналіз стану фондових бірж США
та Західної Європи**
- 4.6 **Індекси на фондовому ринку**
- 4.7. **Українська фондова біржа**

Поняття та терміни для засвоєння

фондова біржа, інвестиція, технічна політика, технологічна політика, принципи організації будови фондової біржі, інформаційна система, фінансово-аналітична служба, система депозитно-клірингових розрахунків, система реєстратора, телекомунікаційна система, індекси, капіталізація, капіталізовані індекси

4.1. *Поняття фондового ринку*

Фондова біржа являє собою певним чином організований ринок, на якому власники цінних паперів здійснюють через членів біржі, що виступають як посередники, договори купівлі-продажу. Контингент членів біржі складається з індивідуальних торговців цінними паперами і кредитно-фінансових інститутів.

Види паперів, з якими проводяться угоди, обмежені. Щоб потрапити до числа компаній, папери яких допущені до біржової торгівлі (інакше кажучи, щоб бути прийнятою до котирування), компанія повинна задовольняти вимоги членів біржі щодо обсягу продажів, розмірів одержуваного прибутку, кількості акціонерів, ринкової вартості акцій, періодичності і характеру звітності тощо. Члени біржі або державний орган, що контролює їх діяльність, установлює правила ведення біржових операцій; режим, що регулює допуск до котирування. Разом з порядком проведення угод вони утворюють серцевину біржі як механізму, що обслуговує рух цінних паперів.

Фондова біржа – це насамперед місце, де знаходять один одного продавець і покупець цінних паперів, де ціни на ці папери визначаються попитом та пропозицією на них, а сам процес купівлі-продажу регламентується правилами і нормами, тобто це певним чином організований ринок цінних паперів.

Як товар на цьому ринку виступають цінні папери – акції, облігації і под., а як ціни цих товарів – курси цих паперів. Постає питання: як співіснують між собою поняття ринок і біржа, біржа й аукціон?

Спільне в біржі з ринком – установлення цін на товари у залежності від попиту та пропозиції на них. Але, на відміну від ринку, на біржі можуть продаватися не всі товари, а тільки допущені на неї, це з одного боку, а з другого – способи купівлі-продажу на біржі значно різноманітніше, ніж на ринку, щоправда, більш регламентовані.

Що стосується аукціону, то про нього на біржі нагадує спосіб призначення ціни: її викрикують. У століття електроніки така система може здатися лише даниною традиції, але, на думку біржовиків, вона виконує багато корисних функцій: створює необхідну ринкову атмосферу, забезпечує публічність торгів. При однаковій ціні на пропоновані товари вони швидше дістануться тому, хто голосніше викрикнув ціну, тому «голосові дані» на біржі, як і на аукціоні, мають чимале значення але, на відміну від аукціону, ціни на товари на біржах не тільки зростають стосовно стартових, а й падають.

Отже, біржа має у своїй характеристиці як риси історичних попередників, (таких як ринки, ярмарки, аукціони), так і власну специфіку.

Прагнення власників однакових цінних паперів зійтися в одному місці випливає з характеру акцій і облігацій як товарів, біржових за своїм походженням. Але акціонерні товариства, хоча і виникали як великі для свого часу підприємства, не могли претендувати на охоплення своєю діяльністю всієї території країни. Виходить, свої акції вони могли збувати в основному там, де базувалися і були відомі. Тому фондові біржі організуються в центрах великих економічних районів. Це загальна закономірність. Надалі ж шляхи розвитку можуть бути різними.

Найбільш логічно виступає на перший план біржі те, що знаходиться в головному фінансовому центрі країни. На цій біржі концентруються акції компаній,

що довели масштаби своїх операцій до загальнонаціональних. Провінційні ж біржі поступово згасають. Так складається моноцентрична біржова система. У найбільш закінченому вигляді вона представлена в Англії. Власне, серед офіційних біржових назв уже немає Лондонської біржі, однієї з найстарших у світі. З недавніх пір вона іменується Міжнародною фондовою біржею, оскільки вона увібрала в себе не тільки всі біржі Великобританії, але й Ірландії. Моноцентричними є також біржові системи Японії, Франції.

Водночас у країнах, що розвиваються за федеративним зразком, більш ймовірно формування поліцентричної біржової системи, при якій приблизно рівноправні кілька центрів фондової торгівлі. Так відбулося в Канаді, де лідирують біржі Монреалю і Торонто, в Австралії – біржі Сіднея і Мельбурна.

Фондовий ринок США специфічний - він настільки великий, що знайшлося місце і для загальноновизнаного лідера – Нью-Йоркської фондової біржі, і для ще однієї великої біржі, також розташованої в Нью-Йорку, головному фінансовому центрі – Американської фондової біржі, і для провінційних бірж. Кількість останніх за післявоєнні роки скоротилася, але ті що, залишилися, досить міцно стоять на ногах. Тому біржову систему США доводиться класифікувати як побудовану за змішаним типом.

Світовий досвід свідчить, що можливі варіанти кількості бірж у країні. У Швеції, Франції, Англії всього по одній фондовій біржі на країну. У ФРН 80% цінних паперів зосереджені на фондовій біржі у Франкфурті-на-Майні, а інші 20% розкидані по сімох дрібних біржах. На біржі в Нью-Йорку котируються акції найсолідніших акціонерних товариств, усі інші – на інших більш дрібних біржах.

Значення фондової біржі для ринкової економіки виходить за межі організованого ринку цінних паперів. Фондові біржі зробили переворот у проблемі ліквідності капіталу. «Чудо» полягало в тому, що для інвестора практично стерлися розходження між довгостроковими і короткостроковими вкладеннями коштів. Цілком реальні в часі побоювання омертвити капітал стримували підприємницький запал. Але в міру розвитку операцій на фондових біржах склалося становище, коли для кожного окремого акціонера інвестиції (інвестований в акції капітал) мають майже такий же ліквідний характер, як готівка, тому що акції в будь-який момент можуть бути продані на біржі.

Біржі можуть бути засновані державою як суспільні заклади. У Франції, Італії та ряді інших країн фондові біржі вважаються суспільними установами. Це, щоправда, виражається лише в тім, що держава надає приміщення для біржових операцій. Біржовики вважаються представниками держави, але діють як приватні підприємці, за власний рахунок.

Біржі можуть бути засновані і на принципах приватного підприємництва, наприклад, як акціонерне товариство. Така організація бірж характерна для Англії, США.

4.2. Фондові біржі як суб'єкт економічних відносин. Завдання фондових бірж

Фондові біржі є важливим інститутом ринкової структури економіки держави. Пояснюється це тим, що в даний час у суспільстві сформувалася потреба їх існування в складі народногосподарського комплексу.

Суть економічних потреб виражає усвідомлену суспільством необхідність, і її задоволення можливе за допомогою функціонування і розвитку матеріального виробництва, що, створюючи основу для процесу споживання через зроблену продукцію чи надані послуги, здійснюється в межах певних соціально-економічних відносин. У свою чергу, будучи продуктом цих відносин, економічні потреби стимулюють розвиток виробництва і продуктивних сил. Їх взаємовплив розвивається за правилами діалектики і динаміки.

Причиново-наслідковий зв'язок економічних потреб і виробництва має діалектичний характер, впливаючи на розвиток продуктивних сил і виробничих відносин та підвищуючи їхній рівень. Необхідно враховувати і той факт, що економічні потреби виявляють динамічний характер, вони мають здатність трансформуватися як цілком, так і частково під впливом суспільного прогресу, перетворень у виробництві, розвитку науки і техніки, інтенсивності обмінних процесів, розширення сфери обертання і руху капіталу, удосконалювання організації і поглиблення поділу праці.

Диференціація трудової діяльності в процесі виробництва склалася історично й економічно виправдана. Вона сприяє відокремленню різних її видів і утворенню матеріальних форм здійснення. У результаті поділ праці приводить до обміну діяльністю, створюючи умови до споживання продуктів одного конкретного виду праці будь-якими іншими. Тому поява фондової біржі в структурі економіки країни продиктована насамперед суспільною потребою, що є наслідком розвитку виробництва і виробничих відносин, поділу праці.

Серед причин виникнення фондових бірж – і активізація процесів у розвитку форм власності на засоби виробництва. У середині XIX століття біржа було другим елементом у капіталістичній системі господарства. Основну масу біржових цінностей представляли державні цінні папери, але їх кількість була відносно невелика, а промислових підприємств так само, як і банків, безпосередньо в акціонерній формі було ще небагато. Розвиток організаційних правових форм у промисловості США привів до того, що до кінця XIX сторіччя переважна частина продукції почала випускатися акціонерними підприємствами, емісія цінних паперів дістала широке поширення, і фондова біржа придбала новий статус ринку, за допомогою якого здійснюються довгострокові вкладення капіталів у різні галузі господарства.

Поява широкого кола власників викликала потребу у фондовій біржі як в інституті, за допомогою якого можна не тільки зробити капіталовкладення через купівлю-продаж цінних паперів і таким способом перерозподілити власність, а й зафіксувати її, утврдивши себе в ролі власника й убезпечивши від ризикованих ситуацій.

В Україні в 90-і роки XX століття склалася аналогічна ситуація. Характеризуючи цей період розвитку економіки країни, слід зазначити, що саме тоді стрімко відбувалися процеси перерозподілу власності, приватизації, акціонування державних підприємств. У перші роки приватизації було зареєстровано близько 120000 акціонерних товариств відкритого типу, третя частина яких виникла як новоут-

ворені. Причому їхня емісійна активність виявилася значно вищою, ніж у всіх інших підприємств. Так, у 1994 році на нові акціонерні товариства припадало 1108 емісій, і тільки 155 – на приватизовані підприємства.

Поява акціонерних товариств у якості самостійних суб'єктів, що господарювання привела до виникнення ринку часткових цінних паперів, акцій. У результаті цього в Україні почав зароджуватися фондовий ринок, що викликало бурхливе зростання фондових бірж. Так, у 1994 році їх налічувалося небагато: вони були зареєстровані, мали ліцензію і проводили торги на фондовому ринку.

Держава взяла активну участь у реалізації можливостей, закладених у фондовому ринку, здійснюючи запозичення на федеральному і регіональному рівнях.

Загальна сума залучення коштів державою за допомогою всіх видів державних цінних паперів за період з 1995 року по 1998 рік становила 1056225,4 млн. грн. Обсяг погашення загальної суми основного боргу з дисконтом становив 635570,7 млн. грн., а сума виплаченого купонного доходу дорівнювала 34450,1 млн. грн. У результаті 1000020,8 млн. грн. держава виплатила інвесторам.

Таким чином, поява фондових бірж у структурі економіки країни продиктована процесами перерозподілу власності, поглиблення товарно-грошових відносин, рухом капіталу в сфері звертання, що розширюється.

Наявність фондових бірж у структурі економіки пов'язана з проявом економічних відносин, що складаються в процесі виробництва, розподілу, обміну і споживання. Основу цих відносин утворюють відносини власності на майно, на засоби виробництва. Вони характеризують форму присвоєння матеріальних благ, спосіб поєднання безпосередньо виробників із засобами виробництва. В умовах ринкової орієнтації економіки власність визначає суть економічних відносин, зумовлює взаємодію власників із засобами виробництва і виробленим продуктом.

У системі економічних відносин фондові біржі, будучи організаторами торгівлі на фондовому ринку, надають послуги, пов'язані з переходом власності.

Фондова біржа в системі економічних відносин *на стадії виробництва* сприяє розвитку продуктивних сил: шляхом сприяння створенню нових галузей виробництва, їх технічному переоснащенню, наданню можливостей для найшвидшого освоєння наукових ідей, прогресивної техніки і продукції, умов для формування інвестиційної бази.

Таблиця № 4.1

Обсяги державних запозичень у 1995-2002 рр. (млн. грн.)

Роки запозичень	Вид облігацій	Загальна сума емісії	Загальна сума притягнення	Обсяг погашення основного боргу	Сума купонного прибутку
	ДКО				
1995		1236.9	675.6	123.0	-
1996		17515.5	12688.8	7123.9	-
1997		148670.4	111343.7	93505.6	-
1998		396328.0	288540.9	258503.7	-
1999		422509.0	359352.8	354379.5	-
2000		195587.4	154335.6	152161.9	-

(продовження)

2001		95837.9	75896.2	72485.6	-
2002		84927.4	80956.4	76998.9	-
	ЗДСЗ				
1999		3000,0	1965,1	-	262,2
2000		8000,0	9317,2	3037,2	5015,6
2001		14000,0	13070,0	8072,6	3105,2
2002		7000,0	5533,0	4000,0	4132,6

Відносини, що складаються у *сфері розподілу*, дозволяють фондовій біржі через механізм біржових торгів брати участь у розподілі засобів виробництва. Однак її участь не настільки очевидна, як на стадії виробництва, та проте, фондова біржа впливає на економічні відносини розподілу, хоча й опосередковано. У цьому випадку інструментом виступає капітал, а оскільки розподілити можна тільки те, що зроблено, то потенційні можливості капіталу використовуються з метою здійснення руху товарно-матеріальних цінностей у сфері обміну.

Економічні відносини, що складаються у *сфері обміну*, дозволяють фондовій біржі створювати умови для просування товару як у сфері виробництва, так і в сфері звертання на основі поділу праці, обміну його результатами і продуктами.

Економічні відносини *сфери споживання* дозволяють фондовій біржі за допомогою біржових послуг торгового обслуговування повною мірою сприяти погодженості в діях учасників фондового ринку в процесі і з приводу споживання.

Важливо відзначити, що фондова біржа, впливаючи на процеси, які проходять у сферах виробництва, розподілу, обміну і споживання, виявляє себе не тільки як організатор участі в них юридичних і фізичних осіб, але і як господарюючий суб'єкт, виконуючи роль повноправного партнера економічних відносин шляхом надання біржових послуг учасникам фондового ринку.

У структурі економіки України фондова біржа є необхідним інститутом ринкових відносин. Вона знаходиться у фокусі економічних процесів, пов'язаних зі створенням товарно-матеріальних цінностей у сфері виробництва, рухом грошових потоків, опосередкованих товаром за її межами, капіталу й інвестицій, передачею власності. Фондова біржа відіграє роль структуроутворюючого центру фондового ринку, будучи організатором біржових процесів і суб'єктом господарювання.

Поряд з цим варто звернути увагу на спонукальні мотиви, що є характерною ознакою діяльності суб'єктів господарювання – фондових бірж. Для фондових бірж спонукальні мотиви з'являються у формі економічних інтересів, що мають об'єктивний характер. Вони знаходять своє вираження в економіці й організації біржових процесів, економічному ефекті від біржової діяльності. Це один вимір економічних інтересів фондових бірж. Інший пов'язаний з реалізацією інтересів і вирішенням завдань на фондовому ринку держави, інституціональних і часток інвесторів.

До ознак, що характеризують господарюючий суб'єкт економічних відносин, також відносять наявність основних коштів, техніки і технології здійснення біржових операцій, виробничої й організаційної структури, кадрів і системи правил на-

дання біржових послуг. Таким чином, фондова біржа постає як своєрідне підприємство, що має матеріальну основу, предмет і об'єкт сфери господарської діяльності, здатне надавати послуги на фондовому ринку.

Статус фондових бірж у вирішенні економічних проблем пояснюється увагою до них вчених і фахівців, що дають визначення поняттю «фондова біржа» з урахуванням різних аспектів і особливостей їхнього створення та функціонування.

В одній з перших праць, присвячених цій проблемі, колектив авторів під керівництвом Д.А. Лоевського ще в 1926 році дав, на погляд багатьох вчених, точне і змістовне формулювання, стверджуючи, що фондова біржа являє собою організований ринок попиту та пропозиції грошових капіталів. Важливість такого визначення полягає в глибинному осмисленні його авторами економічного стану країни того періоду, що не втратило актуальності для України і сьогодні. З погляду сучасного дослідника, характеристика визначення «фондова біржа» відповідає основній концепції економічних реформ в Україні, що здійснює перетворення у всіх сферах життя суспільства. У визначенні відзначається, що фондова біржа – організований ринок грошових капіталів. З цього випливає, що функціонування ринку грошових капіталів здійснюється на основі нормативних і правових законодавчих актів, правил поведінки і проведення операцій учасниками угод. Відзначені у визначенні такі економічні категорії, як попит та пропозиція, тільки підсилюють значення організаційного начала, яким є фондова біржа, перешкоджаючи стихійному, безконтрольному, кримінальному руху капіталу.

У 1972 році в нечисленній радянській літературі, присвяченій проблемам фондового ринку, автор М.Ю. Бортник охарактеризував біржу як найбільш розвинуту форму регулярно функціонуючого оптового ринку замінних товарів, що продаються за стандартами (сортами), а іноді і за зразками, а також ринку цінних паперів (акцій і облігацій) та іноземної валюти.

Автор визначення зробив спробу об'єднати поняття «товарна біржа» і «фондова біржа». Оцінюючи такий намір, слід зазначити, що, незважаючи на ідентичність виконуваних функцій на цих біржах, пов'язаних з рухом цінностей у матеріалізованому вигляді чи у вигляді капіталу, суть операцій визначається не тільки переходом прав власності, а й метою, видами, формами, технікою й умовами виконання. Об'єднуючим фактом у визначенні автор обрав регулярність функціонування оптового ринку товарів і цінних паперів. Дійсно, поки існують економічні відносини в процесі виробництва, розподіл та обмін його результатами, товарний і грошовий обіг, буде існувати ринок товарів і цінних паперів. Однак, акцент на регулярності функціонування свідчить про упорядковану повторюваність дій. Разом з тим відомо, що виконання операцій на фондовому ринку в умовах нестабільної економіки, кризових ситуацій не дозволяє розраховувати на сталість у процесах, що правильно відбуваються.

Крім того, фондова біржа представлена як синонім до ринку цінних паперів. Сучасне трактування понять «фондова біржа» і «ринок цінних паперів» не допускає їх спостереження. Це відбувається тому, що вони, по-перше, виражають різний рівень і різний ступінь економічних відносин, а, по-друге, фондова біржа сама є учасником процесів, що відбуваються на ринку цінних паперів.

Висловлене розуміння не знижують цінності даного визначення через те, що авторитарна, командно-адміністративна система ведення господарства, економі-

чна ситуація в країні в цілому характеризується соціалістичним підходом до організації виробництва, економічне і політичне протистояння західним країнам відкидали здорові ідеї в організації економічного життя суспільства, у тому числі і щодо цінних паперів, фондової біржі, фондового ринку. Тому досліджуване визначення відбивало сформоване в суспільстві уявлення щодо поняття «фондова біржа» як атрибута капіталістичних економічних відносин.

У 90-х роках перехід до ринкових відносин викликав підвищений інтерес до фондових бірж. В одній з перших праць, присвячених досліджуваній проблемі, прямо ставиться питання: «Що таке фондова біржа?». У підсумку автори зупиняються на наступному визначенні: «Фондова біржа – це державна, акціонерна чи інша організація, що надає приміщення, визначені гарантії, розрахункові й інформаційні послуги для угод з цінними паперами, одержує за це комісійні від угод і накладає визначені обмеження на торгівлю».

У цьому визначенні, на відміну від раніше розглянутих, характеристика фондової біржі доповнена тим фактом, що фондова біржа представлена у визначеній організаційній правовій формі як державна, акціонерна чи інша організація. Ця обставина свідчить про те, що з початком ринкових перетворень в економіці країни суспільство зіштовхнулося з ключовим питанням реформ: про право на власність, вирішити яке можна за допомогою приватизації, акціонування підприємств та інших форм роздержавлення.

У проаналізованому визначенні відзначається, що фондова біржа надає приміщення, певні гарантії, розрахункові й інформаційні послуги для угод з цінними паперами. Варто звернути увагу на набір послуг, що їх біржа пропонує клієнтам при здійсненні угод з цінними паперами. Це і приміщення, і гарантії, і розрахункові та інформаційні послуги. Хоча подібний перелік сьогодні набагато більший і різноманітніший, немає необхідності згадувати весь його склад для визначення поняття «фондова біржа», однак він відображає потреби учасників біржових угод в умовах зародження фондових бірж сучасної України.

У визначенні відзначаються права біржі і джерела її доходів. За надані послуги біржа одержує комісійні винагороди від угод і водночас накладає обмеження на торгівлю цінними паперами, виконуючи правила процедури лістингу і делістингу. Відзначаючи позитивні сторони аналізованого визначення поняття «фондова біржа», приведеного в роботі «Що таке фондова біржа?», слід зазначити і негативні положення, що воно містить. Вони проявилися в надмірній деталізації і багатослівності визначення. У прагненні дати всеосяжне визначення автори не показали, на погляд багатьох учених, основне, те, що відрізняє фондові біржі від інших суб'єктів економічного господарювання, а саме те, що біржа є неприбутковою організацією, виявляючи себе у формі некомерційного партнерства. Викликає сумнів і науковий апарат, використаний в обґрунтуванні послуг, надаваних біржею, зокрема, приміщень, оскільки сучасні засоби зв'язку і комунікацій дають змогу здійснювати біржові операції з використанням комп'ютерних технологій практично з будь-якої точки земної кулі, не залишаючи свого робочого місця в режимі реального часу, фактично перебуваючи в єдиному біржовому просторі, об'єднаному електронною фондовою біржею.

На думку М. Ю. Алексеева, автора однієї з перших наукових праць, присвячених ринку цінних паперів, фондові біржі являють собою спеціалізовані органі-

зації, за стінами яких відбуваються зустрічі продавців цінних паперів з їх покупцями.

У цьому визначенні імпонує одна характерна, вчасно помічена й обґрунтована особливість, властива фондовим біржам – її спеціалізація. По суті справи, автор визначає форму організації «виробничих» процесів, що протікають на фондовій біржі. Цей нюанс дозволяє судити про те, що в основу визначення поняття «фондова біржа» закладаються фундаментальні знання, у контексті яких вона з'являється як спеціалізована організація – організатор торгівлі на ринку цінних паперів.

Однак автор такого визначення, як і попередній, відзначає територіальну прихильність біржі формулюванням: у стінах якої відбуваються зустрічі продавців цінних паперів з їх покупцями. Як впливає з визначення, біржа надає учасникам біржових угод приміщення, і незважаючи на те, що результат угод поступово переходить у сферу високих технологій, біржа з її технічним і технологічним наповненням знаходиться в стінах спеціалізованої організації.

Автор монографічного дослідження «Ринок цінних паперів. Введення у фондові операції» Б.І. Альохін відзначає, що біржа – це аукціон, де торгівля ведеться за допомогою обміну усними інструкціями між трейдерами. Вивчення такого визначення поняття «фондова біржа» приводить до висновку про своєрідність умовиводів, що зробив автор, оскільки в наведеній цитаті його увагу привернула одна, хоча і найважливішій стороні діяльності біржі – організація торгівлі цінними паперами, водночас як осторонь залишилися сутнісні характеристики фондової біржі: організаційно-правова форма, спеціалізація. Відзначаючи позитивне в аналізованому визначенні, варто сказати, що автор одним із перших заявив про ринок цінних паперів як про ринок, на якому операції відбуваються посередниками – професійними учасниками ринку цінних паперів.

Аналогічну думку у визначенні поняття «фондова біржа» проводить авторський колектив під керівництвом М.Я. Петракова. У його трактуванні фондова біржа являє собою певним чином організований ринок, на якому власники цінних паперів через членів біржі, що виступають як посередники, здійснюють угоди купівлі-продажу. Характерною рисою такого визначення є те, що ринок цінних паперів являє собою «закритий» ринок, право виходу на який мають тільки члени біржі. Цим автори підкреслюють і відзначають характер безпеки здійснених таким способом біржових операцій. Біржові посередники – дилери, брокери – несуть перед клієнтами всю повноту відповідальності за виконання прийнятих на себе зобов'язань у зв'язку зі здійсненням операцій з цінними паперами.

Автори підручника «Біржова діяльність» трактують поняття «фондова біржа» так: фондова біржа являє собою організований, регулярно функціонуючий ринок цінних паперів та інших фінансових інструментів. Паралельно автори відзначають, що біржа має статус публічно-правової організації.

Щодо статусу фондової біржі як публічно-правової організації слід зазначити, що це твердження хибує на певну абстрактність, тому що під нього, крім фондових бірж, підпадають організовані позабіржові торгові площі типу МАВОАТ у США чи РТС у Росії, що пізніше одержала статус фондової біржі. У вітчизняній практиці фондові біржі створюються у формі некомерційного партнерства. Однак, як показав аналіз, таке визначення впливає і випереджає формулювання по-

няття «фондова біржа», усвідомлене і прийняте суспільством. Цьому сприяв і об'єктивний характер розвитку економіки країни, і зростаючий рівень суспільної свідомості, і накопичений у ході перебудови професійний досвід.

З огляду на розширення основ демократизації суспільства, інтеграції у світові економічні зв'язки і поглиблення ринкових відносин, в українських дослідників сформувалося розуміння того, що являє собою фондова біржа, почало складатися таке визначення, яке, з рештою, набуло загальноприйнятого характеру. Наприклад, **фондова біржа** – організований ринок для торгівлі стандартними фінансовими інструментами, який створюється професійними учасниками ринку цінних паперів для взаємних оптових операцій.

У визначенні звертається увага на три аспекти.

Перший: фондова біржа – організований ринок. Таке положення є основним у виконанні біржею завдань, покладених на неї з організації торгівлі цінними паперами.

Другий: на фондовій біржі торгівля здійснюється стандартними фінансовими інструментами. Не уточнюється, якими фінансовими інструментами можна оперувати на біржі, таким способом закладено у визначення глибокий зміст про те, що визнається суспільством у відповідних законодавчих нормах і статутом біржі під стандартними фінансовими інструментами.

Третій аспект визначення поняття «фондова біржа» відображає статус учасників біржових операцій як професіоналів ринку цінних паперів. Цим фактом ще раз підтверджується думка, висловлена багатьма авторами визначень, про наявність на ринку цінних паперів і виконання операцій тільки об'єднаннями професіоналів, що мають спеціальний дозвіл-ліцензію. Зі сказаного випливає, що аналізоване визначення має всеосяжний характер, у якому знайшли відображення й організаційна основа біржової справи, і технологія біржових операцій, і склад учасників біржових торгів.

Своєрідністю відзначається визначення фондової біржі, сформульоване в роботі за редакцією М.Т. Клещеева як комп'ютерної торгової системи, що дозволяє вводити накази на купівлю-продаж цінних паперів, поширювати серед учасників ринку інформацію про введені доручення, здійснювати автоматичний аукціон, установлювати ціну виконання угоди. Посилаючись на те, що фондова біржа створюється професійними учасниками ринку цінних паперів, автори визначення пішли далі, включивши в нього елементи, характерні для комп'ютерних торгових систем, що дозволяють не тільки здійснювати автоматичний аукціон, вводити накази на купівлю-продаж цінних паперів, а й встановлювати ціну виконання угоди, а також здійснювати інформаційне обслуговування учасників ринку.

Безперечно, перевага такого визначення підкреслюється акцентуванням на визнанні фондових бірж як торгових площ. Однак, на думку українських учених, воно не позбавлене недоліків. У даному випадку поняття «фондова біржа» замінюється одним з її основних компонентів – комп'ютерною торговою системою. При цьому пропадають інші більш істотні ознаки фондової біржі, відзначені в раніше розглянутих визначеннях. Цікаво, що при порівнянні формулювання такого визначення з трактуванням поняття фондової біржі стає очевидним відмінне і спільне у кожній з них.

Сьогодні визначення поняття «фондова біржа» трохи видозмінилося й у західних учених, у ньому більше уваги стали приділяти її функціональному призначенню. Наприклад, фондовими біржами називають основні місця проведення торгівлі цінними паперами при дотриманні певних правил та інструкцій. Порівняння раніше наведених формулювань поняття «фондова біржа» і даного показує, що їх автори У.Ф. Шарп, Г. Дж. Александер і Д.В. Бейлі зробили свій внесок у дослідження цього питання. Вони звертають увагу на дотримання певних правил та інструкцій при здійсненні операцій з цінними паперами, виконання яких є запорукою безпеки угод на фондовому ринку.

До цього можна додати, що організації, утворені професійними учасниками ринку цінних паперів, характерні для Англії і США, де фондові біржі існують як приватні компанії у формі акціонерних товариств, діяльність яких регулюється відповідним законодавством. У Німеччині і Франції, наприклад, діяльність бірж контролюється державою, що встановлює правила роботи, призначає і знімає біржових маклерів. Отже, фондові біржі поряд з організаціями виробничої і невиробничої сфери, будучи суб'єктом економічних відносин, наділені здатністю гарантувати безпеку угод на фондовому ринку.

Однак, незважаючи на це, обмежувати поняття «фондова біржа» тільки функціональними аспектами, було б неправильно, оскільки вона, будучи інститутом фондового ринку, з'являється як системоутворюючий центр із біржовим механізмом стабілізуючих властивостей.

Для фондової біржі винятковим предметом діяльності є створення необхідних умов для нормального звертання цінних паперів, визначення їх ринкової ціни, належне поширення інформації про них і підтримання високого рівня професіоналізму учасників ринку цінних паперів.

У цьому визначенні поняття «фондова біржа» порівняно з наведеними раніше відзначається також функціональним змістом її діяльності як організатора торгівлі на ринку цінних паперів і обмеженням на поєднання видів діяльності. Відмінність його від визначення, висловленого західними фахівцями, полягає в більш глибокому і значущому призначенні фондових бірж у структурі народногосподарського комплексу.

Важливим у формулюванні поняття фондова біржа є її організаційно-правова форма. Особливості організаційно-правової форми фондової біржі визначаються законодавством тієї країни, де ця біржа функціонує. Слід зазначити, що у всіх країнах узаконений некомерційний характер діяльності бірж. Так, Нью-Йоркська і Торонтська, а також Токійська фондові біржі визнаються як неприбуткові організації.

Однак організаційно-правова форма бірж може бути різною. Наприклад, Міжнародна фондова біржа у Великобританії і Сіднейська фондова біржа в Австралії є товариствами з обмеженою відповідальністю, а біржі в Німеччині – державними установами. У Франції фондові біржі вважаються суспільними установами і як публічно-правові організації знаходяться під постійним контролем держави. Швейцарські фондові біржі також є державними установами, створюваними владою кантонів. Крім Швейцарії, біржі подібного типу функціонують в Австрії (Віденська фондова біржа) і Швеції (Стокгольмська фондова біржа). У Росії та Україні в 90-х роках фондові біржі могли функціонувати як закриті акціонерні

товариства. У такому статусі фондова біржа була узаконена положенням про випуск і звертання цінних паперів та фондових бірж у РРФСР та УРСР, затвердженому 1991 року, а з квітня 1996 року – у формі некомерційного партнерства.

Таким чином, немає визначеної, загальноприйнятої форми функціонування фондової біржі. У кожній країні ця форма має свої особливості.

Порівняння наведених формулювань поняття «фондова біржа» показало, що більшість авторів сходиться на тім, що фондова біржа являє собою організований ринок. Інша група авторів, на чолі якої М. Ю. Алексеев, переконана, що фондова біржа – спеціалізована організація, при цьому класичною фондовою біржею визнається та, котра:

- є централізованим ринком з фіксованим місцем для торгівлі;
- здійснює процедуру добору цінних паперів;
- забезпечує підбір операторів як членів біржі і нагляд за їхньою фінансовою стійкістю, безпечним веденням бізнесу і дотриманням етики фондового ринку;
- має регламент торгівлі цінними паперами;
- виконує стандартні торгові процедури і здійснює централізацію реєстрації угод з цінними паперами та розрахунків по них;
- встановлює офіційні біржові котирування.

Однак не всі зі сформульованих ознак беззаперечні. Звертає на себе увагу вимога наявності «визначеного місця для торгівлі», що на сьогодні втратило актуальність. Як було вже підкреслено, розвиток телекомунікаційних систем, створення коштів криптографічного захисту інформації, біржових технологій дозволяє здійснювати повноцінні біржові торги з вилучених брокерських робочих місць. Тому наявність певного фіксованого місця торгівлі як неодмінної ознаки класичної фондової біржі варто розглядати не як фізичне місце для здійснення біржових операцій, а як зосередження технічних коштів і обслуговуючого персоналу. Вважаємо, що головною ознакою класичної фондової біржі є її економічне призначення в структурі господарського комплексу країни. Виражаючи відносини в кредитно-фінансовому секторі економіки, вона знаходиться у фокусі процесів, що відбуваються зі звертанням товарно-матеріальних цінностей. При цьому виниклі грошові потоки, опосередковані рухом товару як усередині, так і за межами матеріального виробництва, створюють умови для трансформації капіталу й інвестицій майна та цінних паперів за допомогою переділу власності. Розвиток виробництва, поглиблення поділу праці, прискорення науково-технічного прогресу і виділення інвестиційної сфери, розвиток ринкових відносин, функції грошей, конкуренції, мобілізації (об'єднання) ресурсів вплинули на появу фондових бірж, що виникли як результат цих процесів.

На цій підставі ознаками класичної фондової біржі можна вважати:

- участь в економічних відносинах, що виникають у процесі виробництва, розподілу, обміну і споживання;
- здійснення діяльності як організатора торгівлі на ринку цінних паперів;
- наявність організаційно-економічного механізму функціонування.

Виходячи з цього і беручи до уваги думки вчених та фахівців, поняття «фондова біржа» можна сформулювати, спираючись на її призначення в структурі народногосподарського комплексу як суб'єкта господарювання.

Фондова біржа в системі економічних відносин являє собою суб'єкт господарювання у формі некомерційного партнерства, що робить послуги професійним учасникам ринку цінних паперів як організатор торгівлі цінними паперами.

Основним призначенням фондового ринку є акумуляція тимчасово вільних коштів і їхнє використання з інвестиційною метою. При цьому роль інструмента, що дозволяє вирішити таке завдання, виконують цінні папери. Їх застосування породжує своєрідний ланцюг перетворень, що включає в себе такі зв'язки, як кошти – цінні папери, і цінні папери – кошти. У ланцюжку взаємин задіяні не тільки продавці і покупці цінних паперів, а й:

- банки, що обслуговують продавця і покупця при виконанні зобов'язань за угодами;
- депозитарії, що обслуговують контрагентів угод і забезпечують перереєстрацію прав власності на цінні папери;
- реєстроутримувачі, що реєструють нових власників цінних паперів, ведучи реєстри акціонерів і забезпечуючи дотримання їхніх прав;
- брокери і дилери, що виступають сторонами угоди чи довірниками її учасників;
- організатори торгівлі (торгові площі), що створюють умови, необхідні для укладення угод.

Особливе місце в цьому переліку організацій, що втягнуті в інвестиційний процес, займають фондові біржі. Вони необхідні для максимальної компенсації недоліків опосередкованого, неемісійного кредитування економіки, оскільки існує: складна інфраструктура фондового ринку, високі ризики у виконанні взаємних зобов'язань, низькі темпи проведення взаємних розрахунків. При цьому фондова біржа забезпечує оперативність у виконанні операцій і створює оптимальні умови як для емітента, так і для інвестора.

Крім того, компанія-емітент, чії цінні папери допущені до обороту на фондовому ринку, певною мірою позбавляється можливості зробити серйозні помилки. Це зумовлене тим, що біржовий механізм не дає йому діяти з меншою інтенсивністю, це дозволяють основні й оборотні кошти.

Тому функціонування фондових бірж як суб'єкта господарювання пов'язане з вирішенням завдань, що стоять перед біржею по забезпеченню її життєдіяльності, а також у реалізації інтересів держави, інституціональних і часток інвесторів на ринку цінних паперів.

З цією метою фондові біржі виконують багато функцій, серед яких:

1. Організація біржових зборів для проведення голосних публічних торгів, що включає:
 - організацію біржових торгів;
 - розроблення правил біржової торгівлі;
 - матеріально-технічне забезпечення торгів;
 - залучення кваліфікованого персоналу.
2. Розроблення біржових контрактів, що включає:
 - стандартизацію вимог до якісних характеристик біржових товарів;
 - стандартизацію розмірів партій товарів;
 - вироблення однакових вимог до розрахунків за біржовими угодами.
3. Дозвіл на укладання біржових угод.

4. Виявлення і регулювання біржових цін. Біржова ціна встановлюється в процесі її котирування, що розглядається як найбільш важлива функція біржі.

5. Біржове страхування (хеджування) учасників біржової торгівлі від несприятливих для них коливань цін.

6. Гарантування виконання угод за допомогою біржових систем клірингу і розрахунків.

7. Інформаційна діяльність біржі.

До цих функцій фондових бірж можна додати контроль і регулювання обороту цінних паперів, руху майна і перерозподілу прав власності.

Суть функціонування фондової біржі формує біржова торгівля. Систему біржової торгівлі можна розглядати як підгалузь народного господарства. Цей висновок ґрунтується на тому, що в ній маємо ознаки поділу праці, однорідності предмета у вигляді цінних паперів, спільності в методології біржових технологій, використовуваних при здійсненні операцій на фондовому ринку.

З цього погляду біржова торгівля, будучи змістом процесу функціонування фондової біржі, здобуває ту форму біржової торгівлі, що втілюється в організаційній будові її структурних підрозділів.

Однак біржова торгівля відрізняється від торгівлі товарно-матеріальними цінностями наступними ознаками:

- характером здійснення. Вона концентрується в місцях виробництва і споживання товарів, у великих промислових і торгових центрах;
- видом біржового товару. Торгівля ведеться специфічним видом товару — цінними паперами, за їх відсутності і при дотриманні визначених вимог до якості й умов постачання;
- способом торгівлі. Торги проводяться регулярно, забезпечуючи концентрацію продавців і покупців у часі і просторі;
- вільним ціноутворенням. Під час торгів ціни на фондовому ринку формуються в результаті збігу попиту та пропозиції;
- правилами торгівлі. Вони координують ринок, і торгівля здійснюється біржовими посередниками, що виступають від імені і в інтересах клієнтів;

При цьому регулювання діяльністю фондових бірж здійснюється за двома історично сформованими напрямками. По-перше, керування з боку держави, по-друге — з боку самих бірж.

Державне регулювання діяльності фондових бірж є одним з аспектів керування економікою в цілому, мета якого — створення єдиного біржового простору. Основи державного регулювання складаються у формуванні надійної правової бази і містять у собі ліцензування як бірж і організацій її інфраструктури, так і професійних посередників біржового ринку.

Другий напрямок регулювання діяльності фондових бірж здійснюється з боку самих бірж.

Організація саморегулювання фондових бірж заснована на організаційно-економічному механізмі їх функціонування. Достоїнство саморегулювання позначається на об'єднанні зусиль інвесторів і професіоналів фондового ринку, здатних організувати і підтримати кваліфіковане обслуговування операцій з цінними паперами. Підвалини саморегулювання фондових бірж формуються на основі статуту і правил внутрішнього розпорядку, організаційної структури управління.

Демократичність в організації регулювання діяльністю фондових бірж розвивається разом з удосконалюванням законодавчих основ суспільства.

Таким чином, біржова діяльність складається із сукупності функціональних дій, спрямованих на підготовку і здійснення торгівлі цінними паперами на основі правил біржових технологій організаційно-економічного механізму функціонування фондових бірж під контролем державних органів управління.

Суть функціонування фондових бірж проявляється через біржову справу і, спираючись на концептуальний підхід, можна виявити функціональний, структурний і технологічний зміст його організації.

Концептуальний зміст біржової справи являє собою сукупність економічних, юридичних і організаційних заходів, що забезпечують укладання угод з цінними паперами за ринковими цінами, що склалася в результаті пред'явленого попиту та пропозиції на фондовому ринку.

У функціональному розумінні біржова справа — це взаємозалежні технологічні процедури. В їх основі лежить регулювання процесу укладання угод з цінними паперами, а також забезпечення взаєморозрахунків по коштах і цінних паперах. Реєстрація прав власності, інформування про ринкову вартість цінних паперів і фінансово-економічний стан емітентів та учасників фондової торгівлі, контроль за дотриманням правил роботи на фондовому ринку і за виконанням взаємних зобов'язань учасників також входить до характеристики біржової справи у функціональному розумінні.

У структурному розумінні біржова справа являє собою сукупність: фондових бірж, їх структурних підрозділів і фондових відділів (секцій) товарних бірж, кредитних організацій і розрахунково-депозитарних організацій, брокерських і дилерських компаній, рейтингових, консалтингових і аудиторських фірм, а також державних організацій, що контролюють стан біржового фондового ринку.

У технологічному розумінні біржова справа — це сукупність операцій біржових технологій, які виконуються за допомогою технічних систем і поєднаного з ними програмно-алгоритмічного забезпечення, що дає змогу застосувати визначені правила і стандарти здійснення угод на фондовому ринку.

Таким чином, біржова справа є важливим напрямком функціонування суб'єктів господарювання — фондових бірж, що забезпечують вирішення ринковими методами економічних, фінансових і соціальних завдань.

У практиці організації функціонування фондових бірж можна виділити три основних аспекти діяльності: **економічний, юридичний і організаційний**.

Економічний аспект організації функціонування фондових бірж виявляється в тім, що в результаті його здійснення біржовий механізм діє як ціноутворюючий інструмент, який забезпечує стабільність і прогностичність ринку. В умовах зародження ринкових відносин у процесі функціонування фондових бірж суспільство одержує головний економічний результат — демонопольний механізм виявлення попиту та пропозиції зі своєрідними схемами страхування ризиків на ринку цінних паперів. Беручи до уваги економічний аспект функціонування фондових бірж, можливе вирішення таких завдань, як:

· визначення ринкової вартості фондових інструментів. Ціноутворююча функція є однією з основних функцій фондових бірж на ринку цінних паперів. Її виконання забезпечує реалізацію основного закону функціонування ринкової еко-

номіки, закону відповідності попиту та пропозиції. При цьому ціна фондових інструментів виконує роль позитивного зворотного зв'язку, що стабілізує економічну систему і змушує її адекватно реагувати на зовнішній вплив. Ціна фондових інструментів об'єктивно містить у собі їх поточну вартість у даний час (спотовий фондовий ринок і ринок постачання реального товару), а також вартість фондових інструментів у майбутньому, визначену на індикативній основі (ф'ючерсний ринок);

- забезпечення гарантії виконання угод. З розвитком фондового ринку, збільшенням обсягу і кількості здійснюваних угод питання гарантії виконання угод стають визначальними при укладенні договорів закупівлі-продажу. Фондові біржі щодо цього за своїм становищем займають ключову позицію, тому що за характером діяльності і статусу вони покликані здійснювати заходи, що підвищують гарантію виконання угод. Гарантію підвищує оцінка фінансової надійності і фінансово-економічного стану професійних учасників ринку цінних паперів. Споконвічно це питання зважується фондовою біржею при формуванні складу учасників, коли до фінансового, економічного стану партнерів і кваліфікації їх співробітників ставляться певні вимоги;

- оцінювання фінансової надійності і фінансово-економічного стану емітентів цінних паперів. На фондових біржах існують визначені правила допуску цінних паперів до торгівлі, так звана процедура лістингу. При погіршенні фінансово-економічного стану емітента його цінні папери можуть бути виключені зі списку цінних паперів, допущених до торгівлі на біржовому фондовому ринку, піддані процедурі делістингу;

- застосування надійних технологій біржової фондової торгівлі. Фондова торгівля на біржовому ринку припускає виконання визначених правил, які підвищують надійність угод, що укладаються. Одним з найважливіших є правило, що забезпечує виконання принципу «постачання проти платежу». Його здійснення можливе, наприклад, за наявності заставних коштів. Іншим підходом до розв'язання проблеми надійності виконання угод може бути торгівля ф'ючерсними контрактами, опціонами. Таке завдання можна вирішити за допомогою операцій з похідними інструментами ринку цінних паперів, що служать умовою страхування угод;

- здійснення рейтингового оцінювання бірж інвестиційної привабливості різних цінних паперів. Аналітичні служби фондових бірж одним з найважливіших завдань своєї діяльності вважають оцінювання інвестиційної привабливості цінних паперів та тенденцій їх зміни.

Юридичний аспект організації функціонування фондових бірж має на увазі існування офіційно зареєстрованої юридичної особи визначеної організаційно-правової форми. Відповідно до українського законодавства, фондові біржі створюються як некомерційні партнерства і є неприбутковими установами (підприємствами). Професійні учасники, що входять до інфраструктури біржового фондового ринку (кредитні організації, депозитарії, реєстроутримувачі, брокерські і дилерські компанії), є комерційними організаціями. Крім цього, юридичний аспект функціонування біржової справи припускає наявність не-суперечливого законодавства, що регламентує різні сторони здійснення біржової справи.

Організаційний аспект функціонування фондових бірж полягає у створенні організаційно-економічного механізму, системи структурних підрозділів основного і допоміжного профілю, що дозволяє зводити покупця і продавця безпосередньо один з одного або опосередковано, через професіоналів – посередників – брокерів, дилерів. Така взаємодія здійснюється на основі правил (стандартів), причому стандартизації підлягає не лише предмет торгових взаємин, а й правила ведення торгів, процедура проходження заявок, порядок розрахунку за угодами та інші види біржової діяльності. Основним об'єктом регламентації є забезпечення руху прав власності на фондові цінності. Це припускає:

- фіксацію угоди. Вона виконується під час проведення торгової сесії при виявленні і реєстрації зустрічних заявок, що збігаються за умовами (номенклатура, вартість і обсяг цінних паперів, що поставляються);

- укладення угоди. Виконання цієї операції припускає здійснення визначених юридичних дій, еквівалентних укладенню договору купівлі-продажу. З огляду на високу динамічність біржової фондової торгівлі такі дії не можуть супроводжуватися складанням договору купівлі-продажу в письмовій формі, що збирає надто багато часу. Укладення угод повинно відбуватися в темпі функціонування торгової системи. Таке завдання є опосередкованим між юридичним і організаційним аспектами функціонування фондових бірж;

- виконання взаємних зобов'язань сторін угоди. Воно супроводжується зустрічними фінансовими потоками. З одного боку, грошовий потік спрямований від покупця цінних паперів до продавця. З другого боку – рух прав власності на цінні папери від продавця до покупця. Через те, що фінансові інструменти, які циркулюють на фондовому ринку, являють собою, як правило, бездокументні іменні цінні папери, перехід права власності на них містить у собі спільність дій, що здійснюються з дотриманням правил, установлених комісією з ринку цінних паперів;

- перереєстрацію прав власності на фондові цінності. Відповідно до українського законодавства, право на володіння іменним цінним папером переходить до нового власника тільки після внесення до реєстру його імені (найменування). Тому ефективність спекулятивних операцій з подібними цінними паперами за дотримання вимог високої надійності значною мірою лімітована швидкістю перереєстрації прав власності на цінні папери в реєстроутримувача, що веде реєстр акціонерів певного акціонерного товариства.

Фондова біржа, будучи особливим видом підприємства, може виконувати регуляторні функції, виступаючи як інститут впливу на фондовий ринок. Функції, виконувані біржею в інтересах держави, є наслідком розв'язуваних нею економічних завдань. При цьому фондова біржа здійснює:

- виявлення ситуації на фондовому ринку. У тому випадку, якщо це ринок державних цінних паперів, стан біржового ринку державних запозичень безпосередньо торкається його інтересів. Стан ринку корпоративних цінних паперів відображає інтегрований політико-економічний стан держави, що також важливо для аналізу макроекономічних тенденцій розвитку національної економіки;

- підготовку і надання органам державної влади та управління аналітичної інформації і довідок про стан фондового ринку, оскільки Міністерство фінансів України, Національний Банк України, органи податкової інспекції і податкової

поліції зацікавлені в одержанні об'єктивних оцінок стану фондового ринку. При цьому, судження і рекомендації професійних учасників фондового ринку, комерційних організацій неминуче несуть у собі небезпеку необ'єктивності оцінок, викликаних орієнтованістю на одержання прибутку, тимчасом як біржі, будучи некомерційними організаціями, менше залежать від цього впливу;

· виконання функцій органів податкового контролю. У період дії першої редакції Закону України «Про податок на операції з цінними паперами», коли кожна угода обкладалася податком у розмірі 0,3 % від суми угоди як з покупця, так і з продавця корпоративних цінних паперів і 0,1% – з покупця державних цінних паперів, дія фондових бірж як органів податкового контролю була безпосередня і очевидна. Згодом, зі зміною редакції цього закону, відповідно до якого податком обкладається емісія цінних паперів у розмірі 0,8 % від номінальної суми випуску цінних паперів, заявленої емітентом, дія фондових бірж як органів податкового контролю стала опосередкована. Вона полягає в тому, що ринкова ціна, сформована на біржовому фондовому ринку, є тією контрольною величиною, що дозволяє оцінити реальність цін угод, оголошених у позабіржовому фондовому ринку, виявити факти приховання доходів, одержуваних при операціях з цінними паперами.

Методичні функції не є основними для фондових бірж, однак без них неможливий перспективний розвиток біржової справи. При цьому біржі ведуть розроблення нових методів і вдосконалюють діючі технології роботи на фондовому ринку, будучи постачальниками інформації для розрахунку індексів фондового ринку, здійснюючи вплив на розвиток міжнародних контактів і зв'язків з іноземними фондовими біржами.

Виконання цих функцій супроводжується рухом фінансових, фондових, інформаційних і функціональних потоків.

Фінансові потоки виникають у результаті здійснення угод і розрахунків за послуги.

Фондові – являють собою рух фондових цінностей, фіксація прав власності на який здійснюється на депо або в реєстрі акціонерів.

Інформаційні – складаються з відомостей про цінні папери, емітенти й інвесторів, їх економічний стан, ділову репутацію, заявок на купівлю чи продаж, розпоряджень на перереєстрацію прав власності.

Функціональні потоки, основний зміст яких складають накази і розпорядження органів управління біржі, регулюють технологічні процеси, організаційні зміни і кадрові пересування.

Основне завдання держави – створення умов і підтримання позитивних тенденцій у розвитку економіки. Тому для забезпечення економічного зростання необхідний новий капітал, і на цій основі – розширення виробничої потужності національної економіки.

Залучення інвестиційного капіталу за допомогою фондових бірж вважається одним з найважливіших державних завдань. У цьому виявляється економічний інтерес держави в організації функціонування фондових бірж.

Зростання національного доходу характеризується показником заощаджень, величина якого залежить від схильності населення і суспільства в цілому до нагромадження.

Для доведення взаємозв'язку інтересів держави, інституціональних і часток інвесторів у функціонуванні фондових бірж схильність населення і суспільства до заощадження розглянемо як показник у різних часових режимах. Наприклад, у довгостроковому періоді, коли заощадження дорівнюють зрівноваженому рівню схильності суспільства до заощадження, це характеризується як оптимальний стан. У цьому випадку приплив інвестицій в економіку фактично відповідає потребам. Однак оскільки економіці країни притаманий непостійний характер, інтерес викликають показники неврівноваженого стану. Якщо заощадження вищі від зрівноваженого рівня схильності до заощадження, то в суспільстві утвориться надмірність заощаджень, що не створюють достатніх стимулів до нової якості зростання економіки.

Ситуація змінюється тоді, коли заощаджень менше від зрівноваженого рівня схильності до заощадження. Недолік у заощадженнях супроводжується зростанням вартості кредитів, фінансуванням економіки за рахунок додаткових грошових емісій, збільшенням кількості незабезпечених цінних паперів і, як підсумок — поступовим переходом держави в стан хронічної інфляції. Тому виникає необхідність визначення розмірів інвестицій, що знаходяться в оптимальному співвідношенні з інвестиційними потребами економіки і потужністю потенційних інвесторів. Попередньо слід зазначити, що розмір інвестицій визначається рівнем доходу, що одержує населення, і обсягом заощаджень, що воно дозволяє собі накопичувати при такому доході. Питання полягає в тому, яким має бути співвідношення між рівнем доходу, споживанням, заощадженням й інвестиціями, щоб у суспільстві забезпечувався приплив нових інвестицій в економіку. В економіці спостерігається зростання ролі держави, що виражається в раціональній фіскальній і кредитно-грошовій політиці і її впливі на рівень заощаджень та інвестицій. Відзначимо, що державні витрати і податки істотно впливають на рівень рівноваги доходу населення. Якщо держава, вилучивши податки, залишає державні інвестиції і витрати на колишньому рівні, то скорочення споживання викликає зменшення виробництва чистого національного продукту.

У тому випадку, коли економіка держави знаходиться в депресивному стані, фіскальна політика спрямована на зниження податкового тягаря. Це приводить до зростання чистого доходу, споживних витрат, заощаджень і приватних інвестицій. У підсумку відбувається зростання національного продукту.

4.3. Організаційно-управлінська структура фондових бірж

Функціонування фондових бірж пов'язане з економічним і фінансовим станом країни, що склався пропорційно до інвестицій і заощаджень, особливостями, технікою і технологією здійснених операцій, рівнем розвитку організаційно-управлінських структур, рухом інформаційних потоків, а також величиною доходів і витрат населення.

В економіці іноземних країн фондові біржі відіграють важливу роль. Наочною ілюстрацією такого положення є та обставина, що понад 95% від обсягу угод купівлі-продажу цінних паперів на фондовому ринку в економічно розвинутих країнах здійснюється через фондові біржі. Ринок цінних паперів ефективно виконує функції, покладені на нього кредитно-фінансовою системою, що головним

чином пов'язані з залученням тимчасово вільних коштів та інвестуванням їх в економіку країни.

Основні характеристики торгівлі на провідних фондових біржах світу дозволяють порівняти ефективність їх функціонування, розглянути організаційні структури і дати їх опис.

Практику функціонування фондових бірж різних країн можна оцінити за допомогою системи показників, серед них:

- капіталізація фондового ринку;
- кількість акцій, що котируються на біржі;
- оборот торгівлі акціями;
- число зроблених угод з акціями.

Капіталізація фондового ринку. Одним з найважливіших показників фондового ринку є його капіталізація. Під цим терміном розуміється сумарна курсова вартість випущених компанією акцій, що мають регулярне котирування. Такий показник важливий тому, що він відображає величину національного надбання, упредметненого в цінних паперах. Капіталізація показує, наскільки залучені в інвестиційний процес кошти інвесторів.

Дані, наведені в таблиці, свідчать про те, що в країнах з розвинутою ринковою економікою частка акціонерного капіталу у валовому внутрішньому продукті держави дуже значна. Причому в сучасних умовах існує тенденція до його збільшення, оскільки в суспільстві є потреба в розвитку реального сектора економіки за допомогою фондового ринку.

Таблиця № 4.2.

Дані про капіталізацію
фондового ринку (млрд. дол. США)

Фондові біржі (країна)	Рік	ВВП країни	Показник капіталізації	% до ВВП країни
<i>Австралійська</i> (Австралія)	1994	324	243	75
	1997	353	697	197
<i>Амстердамська</i> (Нідерланди)	1994	341	287	84
	1997	368	469	132
<i>Лондонська</i> (Великобританія)	1994	1072	1347	126
	1997	1158	1996	172
<i>Німецька</i> (Німеччина)	1994	2087	577	28
	1997	2139	825	39
<i>Нью-Йоркська</i> (США)	1994	6801	5655	83
	1997	7345	11309	154
<i>Паризька</i> (Франція)	1994	1370	500	37
	1997	1439	674	47
<i>Стокгольмська</i> (Швеція)	1994	208	173	83
	1997	216	273	154
<i>Токійська</i> (Японія)	1994	4329	3545	82
	1997	4524	2217	49
<i>Торонтська</i> (Канада)	1994	575	305	53
	1997	615	568	92

Цікавий факт перевищення 100% величини показника капіталізації значення ВВП у країнах з розвинутими ринковими відносинами, що був зафіксований у 1997р. Це вказує, з одного боку, на високий рівень розвитку ринку позичкових капіталів в економіці країни відносно безпосередньо продуктивної його частини, а з другого – на можливе «перевантаження» фондового ринку. Останнє положення підтверджують дані про зменшення показника капіталізації фондового ринку Японії в 1997 р. порівнянню з 1994 р. і світову фінансову кризу в середині 1998 р.

Кількість акцій, що котируються на біржі. Цей показник можна розглядати з двох поглядів. Відповідно до першого, такий показник відображає зацікавленість емітентів у інвестиціях, пов'язаних з ринком цінних паперів, а відповідно до другого – уміння емітентів використовувати можливості фондового ринку для реалізації своїх інвестиційних проектів. Його важливість зумовлена тим, що для проходження процедури лістингу цінні папери мають відповідати досить високим вимогам. Тому емітент, чиї цінні папери задовольняють вимоги біржового лістингу, має своєрідний сертифікат якості. Кількість акцій, що котируються на біржі, відображає рівень розвитку фондового ринку і характеризує його роль в економічній системі держави. Разом з тим відзначимо, які кількість іноземних цінних паперів, що пройшли лістинг на фондовій біржі, показує ступінь інтернаціоналізації національного фондового ринку. Це легко пояснити, звернувши увагу на кількість цінних паперів іноземних емітентів, допущених до обороту на різних фондових біржах.

Слід відзначити високе значення частки іноземних цінних паперів, що котируються на фондових біржах у країнах континентальної Європи, і низьке значення акцій іноземних фірм, що пройшли лістинг на фондових біржах країн Тихоокеанського регіону. Так, на найбільшій фондовій біржі світу, Токійській фондовій біржі, частка іноземних акцій у 1995 р. становила 4,3%, причому в 2001 р. вона зменшилася до 2,4%. На австралійській фондовій біржі частка іноземних акцій зменшилася з 4,2% (у 1995 р.) до 1,4% (наприкінці 2001 р.). На Корейській біржі іноземні акції в 1995 р. взагалі не представлені. Очевидно, що настільки низьке значення цього показника зумовлене протекціоністською політикою національних урядів цих країн, що прагнуть забезпечити захист вітчизняних емітентів.

Таблиця № 4.3.

Кількість акцій іноземних емітентів,
що котируються на найбільших біржах світу (2001 р.)

Фондові біржі	Кількість акцій (%) іноземних емітентів від загальної кількості акцій, представлених на торгах	
	1995	2001
Австралійська	4,2	1,4
Амстердамська	49,8	52,3
Корейська	0	0,5

(продовження)

Лондонська	20,8	22,1
Німецька	58,2	50,1
Нью-Йоркська	11,0	9,8
Паризька	21,5	17,3
Токійська	4,3	2,4
Торонтська	4,9	4,1

Оборот торгівлі акціями. Наступним показником, що характеризує ефективність функціонування фондових бірж, є оборот торгівлі акціями. У загальному значенні він відображає ступінь ліквідності акцій і показує, як швидко інвестор може продати акції без істотної втрати в їхній вартості. Тому можна припустити, що певною мірою, цей показник відображає ступінь спекулятивності ринку, що забезпечується і підтримується професійними учасниками.

Таблиця № 4.4.

Оборот торгівлі акціями на провідних фондових біржах світу (млн. дол. США, 1999 р.)

Фондові біржі	Кількість акцій
Австралійська	310869
Амстердамська	284869
Корейська	170237
Лондонська	829131
Німецька	1029152
Нью-Йоркська	10216074
Паризька	405523
Токійська	1251750
Торонтська	355585

Дані свідчать про те, що оборот торгівлі акціями на Нью-Йоркській фондовій біржі на порядок випереджає такий показник Токійської біржі.

Оборот торгівлі акціями доцільно аналізувати разом з показником кількості здійснених біржових угод за визначений період часу. Це дає змогу оцінити середню вартість однієї угоди, а також мати уявлення про інвестиційну ситуацію на фондовому ринку країни. У 1999 році інвестиційна ситуація на провідних фондових біржах складалася так.

Таблиця № 4.5.

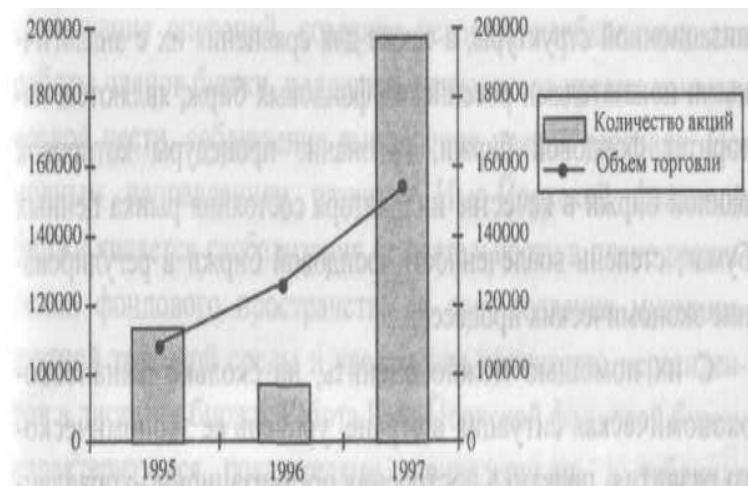
Кількість здійснених
біржових угод з акціями (тис. шт.)

Біржі	Кількість угод	Середня вартість однієї угоди тис. дол.. США)
Корейська	26190	6,5
Лондонська	14553	182,1
Німецька	6847	150,3
Нью-Йоркська	162605	194,2
Паризька	17708	22,9
Токійська	155163	14,1
Торонтська	8506	41,8

З наведених даних видно, що ринок заможних продавців і покупців – це фондовий ринок Великобританії, а найменш багатий – Корейський фондовий ринок. Разом з тим, якщо порівняти показники обсягу продажу акцій з їх поточною ціною, наприклад, на Токійській фондовій біржі, то видно, що за останні десять років ця залежність носить пропорційний характер. Водночас у попередні роки відбувалися коливання, причина яких пов'язана з нестабільністю ринку цінних паперів цієї країни. Такий стан повною мірою проявився в період кризи світового фондового ринку в жовтні 1997 р. і лютому 2001 р.

Діаграма № 4.1.

Динаміка обсягу продажу акцій (у млрд. ієн)
і кількості акцій (млн. шт.), зареєстрованих на Токійській фондовій біржі*



*Примітка: Діаграму подано за Л.О. Чалдаєвим

Ця діаграма вказує на те, що криза на фондовому ринку 1997 року «заклала» основу для зниження обсягу продажу акцій за значного зростання кількості проданих акцій і низькою ціною угод. У 1999 році обсяг середньої угоди зріс, оскільки відбулося підвищення інвестиційної потужності покупців і заможності професійних учасників японського ринку цінних паперів.

Кількість здійснених угод з акціями. Певною мірою цей показник переплітається з попереднім критерієм, істотно доповнюючи його. Співвідношення кількості акцій, проданих на біржі, і їх оборот дає інформацію про те, яка середня вартість однієї угоди з акціями на біржі. Інакше кажучи, відношення обороту торгівлі акціями до кількості угод з акціями, що продаються на біржі, показує середній обсяг однієї угоди, тобто вказує, у скількох разів угоди з акціями за вартістю прийнятні як для емітента, так і для інвестора. Можна припустити, що низька середня вартість угоди з акціями на біржі вказує на неспроможність інвесторів і невибагливість емітентів.

Слід зазначити, що важливими показниками, які необхідно мати на увазі при виборі бірж для наступного аналізу технології їх функціонування і будови організаційної структури, а також для порівняння їх з аналогічними показниками українських фондових бірж, є:

- авторитет фондової біржі;
- визнання процедури котирувань певної біржі як індикатора стану ринку цінних паперів;
- ступінь втягнення фондової біржі в регулювання економічних процесів.

За цими показниками можна оцінити, наскільки фінансово-економічна ситуація в країні, рівень її економічного розвитку, практика будови організаційно-управлінських структур фондових бірж можуть бути прикладом і відповідати потребам України. Порівнянність дозволяє підійти до аналізу технології їх функціонування з позиції наступного практичного застосування отриманих результатів. Наведені вище дані вказують на те, що найбільш цікавими для аналізу є Нью-Йоркська, Лондонська, Німецька і Токійська фондові біржі.

Нью-Йоркська фондова біржа. Нью-Йоркська фондова біржа з організаційно-правового погляду характеризується як інкорпорована організація, роботою якої керує обрана членами цієї асоціації рада директорів. Рада директорів виконує координуючі функції і відповідає за організацію роботи біржових структур, функціональних підрозділів, визначає політику біржі, вирішує питання про допуск до котирування цінних паперів і прийняття нових членів до складу біржі, формує перспективу її розвитку. Правилами біржі встановлено, що її членами можуть бути тільки фізичні особи, але якщо певна особа є власником чи співвласником фірми, то вся фірма як юридична особа стає членом біржі.

Кадровий склад її співпрацівників і індивідуальних фахівців, ступінь їх завантаження і функціональних підрозділів біржі значною мірою залежать від показника середнього обороту акцій у вартісному вираженні. Так, при денному обороті, що дорівнює 12233,0 млн. дол., на одного фахівця в середньому припадає акцій на суму 27,7 млн. дол. Значущість такого показника стане вагомою, якщо доповнити його характеристикою натуральної властивості, наприклад, середньоденного обороту акцій з розрахунку на одного фахівця. На Нью-Йоркській фон-

довій біржі він дорівнює 785 штук. Для порівняння відзначимо, що «пропускна спроможність» робочого місця біржового фахівця можна співвіднести з аналогічним показником банківського службовця, що у середньому складає близько 500 документів. На кінець 2000 року на Нью-Йоркській фондовій біржі налічувалося 1424 членів.

В обов'язки біржі входить підготовка приміщень для здійснення операцій, створення умов, необхідних для роботи членів біржі, підтримання високого рівня комерційної честі, дотримання виконання правил торгівлі. Основним напрямком розвитку Нью-Йоркської фондової біржі є глобалізація її діяльності, спрямована на розширення фондового простору за рахунок створення мультивалютного торгового середовища і збільшення кількості нерезидентів у лістингу біржі. Робота Нью-Йоркської фондової біржі характеризується такими показниками (таблиці №№ 4.6, 4.7):

Правління Нью-Йоркської фондової біржі має всі повноваження керівної ланки, для здійснення яких виробляються правила, видаються накази і вказівки, приймаються необхідні рішення. Правління може наказувати і накладати стягнення за порушення правил роботи біржі, за невиконання чи відмову від виконання наказів, вказівок, рішень Правління. Слід зазначити, що сума так званих дисциплінарних стягнень у доході біржі становить незначну величину в розмірі 1-2% від сукупного доходу.

Таблиця № 4.6.

Дані про прибутки і витрати
Нью-Йоркської фондової біржі в 2000 році

Прибутки (млн. \$ США)	
Плата за лістинг	278,194
Членські внески і платежі	10,594
Плата за інформаційні послуги	40,046
Плата за торгові угоди	142,152
Плата за супровід	129,567
Плата за використання обладнання	45,958
Інвестиції та інші надходження	68,778
Всього	815,289
Витрати (млн. \$ США)	
Плата за системне забезпечення	262,086
Витрати на утримання співпрацівників	260,408
Загальні адміністративні витрати	56,771
Професійне обслуговування	51,989
Амортизаційні відрахування	38,291
Орендні виплати	28,812
Всього	698,357
Прибутки з податків	116,932
Податкові виплати	44,075
Чистий прибуток	72,857

Правління складається з 27 членів. До них входять: Президент біржі, Голова Правління, перший заступник Голови Правління, а також двадцять чотири члени Правління, обрані членами біржі на загальних збори. Члени Правління включають 12 суспільних і 12 економічних членів Правління, всі вони поділяються на 2 групи по 12 чоловік у кожній, термін перебування яких на посаді закінчується в різні роки. У кожній групі 6 суспільних і 6 економічних членів Правління. Обрання на посаду здійснюється за пропозицією Комітету з призначень на щорічних виборах біржі. На дії посадових осіб біржі накладаються певні обмеження: наприклад, член Правління, що не є членом біржі, має право заходити в операційний зал з метою спостереження за проведенням торгів, не втручаючись при цьому в хід подій. Розмір членського внеску члена біржі, що має фізичний чи електронний доступ до біржових торгів, устанавлюється Правлінням біржі.

Службовцями біржі є Голова Правління, перший заступник і заступники Голови Правління, президент, віце-президенти, секретар, скарбник і контролер. Голова Правління є офіційним представником біржі в державних і громадських організаціях.

Основні групи персоналу біржі представлені брокерами і фахівцями. І ті, й інші відносяться до членів біржі. Брокери можуть бути співробітниками фірм — членів біржі, що виконують накази клієнтів винятково за їхній рахунок. Фахівці курирують певну групу цінних паперів, діючи як агенти. Таким чином, фахівці виконують функції брокерів для інших брокерів і дилерів, що здійснюють операції за власний рахунок з метою забезпечення ліквідності і стабільності контрольованого сектора ринку.

Таблиця № 4.7.

Консолідований баланс Нью-Йоркської
фондової біржі станом на 2000 рік

Активи (тис. \$ США)	
Оборотні засоби	
Грошова готівка	16,677
Інвестиції на цінні папери	895,752
Позичка під заставу	125,460
Позичка під заставу філіалу	9,980
Інші прибутки	47,325
Всього оборотних засобів	1095,194
Майно і обладнання	272,961
Інвестиції в філіали	2,147
Інші активи	207,961
Всього активів	1578,263
Пасиви (тис. \$ США)	
Уставний капітал	849,804
Дана заборгованість	
рахунки до оплати	104,632
Плата за трансакції SEC	94,543
Інші витрати	166,983
Всього даної заборгованості	366,158
Перехідна заборгованість	337,474
Інші обов'язки	24,827
Всього пасивів	1578,263

Управлінська структура
Нью-Йоркської фондової біржі



Управлінська структура Нью-Йоркської фондової біржі представлена керованою системою в складі: служб контролю за дотриманням правил біржової діяльності, регулювання функцій фірм-членів, вивченню ринку цінних паперів і лістингу; навчального відділу і відділу по зв'язку з громадськістю, корпорації автоматизації індустрії цінних паперів (SIAC), у якій частка біржі становить 2/3 її майна. Ці структурні утворення знаходяться під управлінням керуючої системи в складі її Правління.

Нью-Йоркська фондова біржа поряд з основною роботою здійснює різні додаткові види діяльності. Вона є активним генератором новин і займається серйозною видавничою діяльністю, спонсорує наукові дослідження і навчальні проекти.

Нью-Йоркська фондова біржа організаційно будована так, що це дає можливість використовувати її як освітній інструмент у бізнесі навчання інвесторів, студентів і викладачів.

Слід зазначити, що Нью-Йоркська фондова біржа – туристичний центр і історична визначна пам'ятка як міста, так і країни в цілому. Будучи своєрідним фінансовим символом Америки і являючи в цьому відношенні особливий інтерес, біржа використовує її для одержання додаткового доходу.

Таким чином, Нью-Йоркська фондова біржа – некомерційна організація, членами якої можуть бути тільки фізичні особи. Організаційно-управлінська структура біржі несе основне навантаження по створенню умов для виконання нею функцій, пов'язаних із забезпеченням процедури торгів, а також додаткових функцій, до складу яких входять аналітична й інформаційна робота, видавнича діяльність, фінансування наукових досліджень і навчальних проектів, надання різних послуг, у тому числі туристично-екскурсійних.

Організаційна структура біржі має характер чіткої ієрархічної підпорядкованості, що сприяє виконанню нею функціональних обов'язків і відповідає їм.

Лондонська фондова біржа. Лондонська фондова біржа відіграє важливу роль у британській економіці, перетворюючи заощадження в інвестиційний капітал для промисловості і бізнесу. Біржа несе відповідальність за підтримання ринкових правил і представляє надійні кошти здійснення та реєстрації угод, забезпечуючи ефективне функціонування фондового ринку. Організаційна будова Лондонської фондової біржі споконвічно передбачала комерційну спрямованість її діяльності з метою одержання прибутку учасниками й індивідуальними членами. В наш час відбулися кардинальні зміни, що дозволили вирішувати питання:

- фірмам-членам біржі мати власність поза корпораціями, дозволяючи їм нарощувати інвестиційну потужність;
- поділу членів біржі на брокерів і дилерів;
- установа розміру комісійної винагороди;
- переходу прав голосування від індивідуальних членів до членів фірмам-учасниць.

Організаційно-правовий статус Лондонської фондової біржі представлений товариством з обмеженою відповідальністю, до складу якого входять фірми-учасники торгів. Загальне управління біржею здійснює рада директорів, що складається зі співробітників біржі, учасників і користувачів, а її фінансова політика зводиться до того, щоб забезпечити одержання доходів, що покривають витрати на утримання біржі. Таким чином, діяльність біржі носить некомерційний характер, і її членами, на відміну від Нью-Йоркської фондової біржі, можуть бути тільки юридичні особи. Лондонська фондова біржа так само, як і Нью-Йоркська, поширює інформаційну продукцію через комерційних продавців.

Процес функціонування Лондонської фондової біржі зводиться до:

- організації і регулювання внутрішнього і міжнародного ринку цінних паперів;
- виконання робіт, пов'язаних із включенням цінних паперів у лістинг фондової біржі;
- надання послуг з реєстрації і укладення угод з цінними паперами і післяторгового обслуговування.

Лондонська фондова біржа є визнаним регулюючим органом фондового ринку Великобританії, здійснює контроль за роботою професійних учасників, забезпечуючи їх сучасними коштами реєстрації угод, не поділяючи учасників на брокерів і дилерів, усім дозволяє працювати як брокерам. Склад оціночних показ-

ників роботи Лондонської фондової біржі аналогічний до Нью-Йоркської, основними з них є чистий прибуток, середній оборот акцій за день у вартісному і натуральному вираженні.

Таблиця № 4.8.

**Фінансові результати роботи
Лондонської фондової біржі за 2001 р.**

1. Надходження (млн. фунтів стерлінгів)	
Склад надходжень:	
План за лістинг	32,0
Оплата за інформаційним обслуговуванням	85,0
Біржові і торгові збори	64,0
Інші надходження	12,0
Всього:	193,0
2. Витрати (млн. фунтів стерлінгів)	
Експлуатаційні витрати:	
Витрати на модернізацію торгової системи і придбання активів	22,7
Плата за договором оренди техніки і приміщень	53,0
Аудиторська винагорода	17,6
Інші експлуатаційні витрати	22,4
Викуп власних акцій	10,0
Виплати дивідендів	3,0
Витрати на управління фінансами	32,7
Фінансування управління	10,5
Корпоративний податок	20,6
Всього:	192,5

З таблиці випливає, що фінансові результати не набагато перекривають витрати біржі. У тому разі, коли фінансовий результат має негативний характер, перевищення витрат над доходами біржі повинно покриватися за рахунок коштів членів біржі. Необхідно відзначити, що члени фондової біржі відповідальні за підтримання ринкових правил і інструкцій внутрішнього розпорядку функціонування.

Таблиця № 4.9.

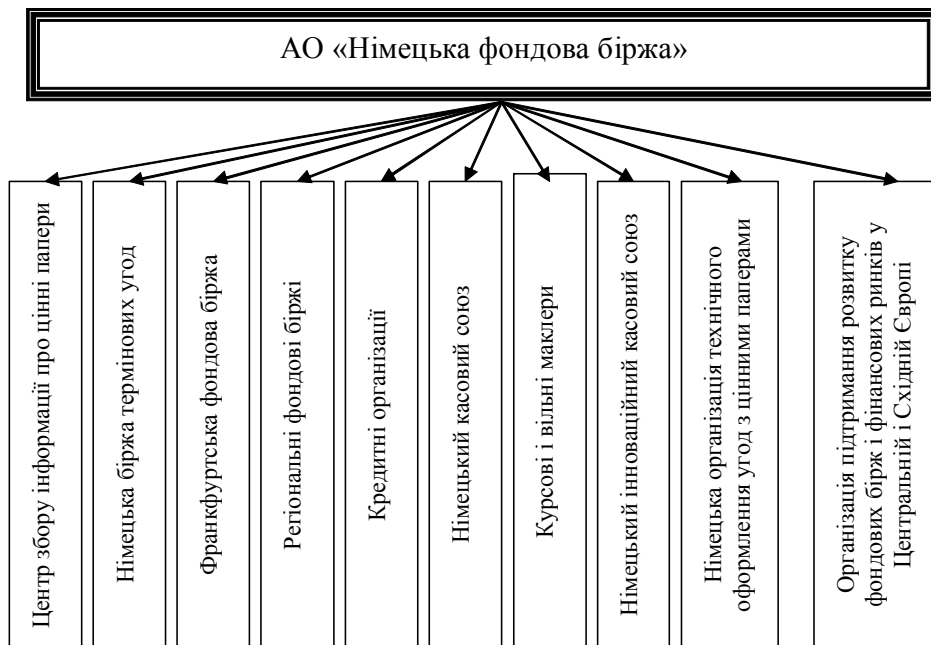
**Консолідований баланс
Лондонської фондової біржі за 2001 р.**

Активи (млн. фунтів стерлінгів)	
Основні засоби	117,1
Інвестиції	12,4
Поточні активи	112,5
Всього активів	242,0
Пасиви (млн. фунтів стерлінгів)	
Уставний капітал	1,5
Резервний капітал	47,7
Нерозподілений прибуток минулих років	192,8
Всього пасивів	242,0

Німецька фондова біржа. До складу Німецької фондової біржі входять Франкфуртська фондова біржа, Біржа термінових контрактів, дочірні підприємства, Центральний депозитарій. Інформаційна система. Суспільство сприяє розвитку фондових бірж і фінансових ринків у Центральній та Східній Європі.

Схема № 4.2.

Структура Німецької фондової біржі



Організаційно Німецька фондова біржа кваліфікується як акціонерне товариство і керує нею Біржова рада, що обирається на 3 роки. До неї входять від 19 до 22 представників банків, маклерів, страхових компаній, емітентів та інвесторів. Основні функції Ради:

- допуск цінних паперів до котирування на біржі;
- розроблення і коректування правил торгівлі.

Іншими регулюючими органами біржі є Рада з лістингу, Біржовий арбітраж, Палата курсових маклерів, експертний комітет.

Члени біржі поділяються на 3 категорії: банки, офіційні курсові маклери і вільні маклери. Курсові маклери офіційно котирують цінні папери. При цьому курсовий маклер, що фіксує всі доручення на купівлю чи продаж, курирує певний сектор ринку. Він щодня встановлює єдиний курс шляхом порівняння заявок, що надійшли, задовольняючи при цьому максимально можливу кількість пропозицій.

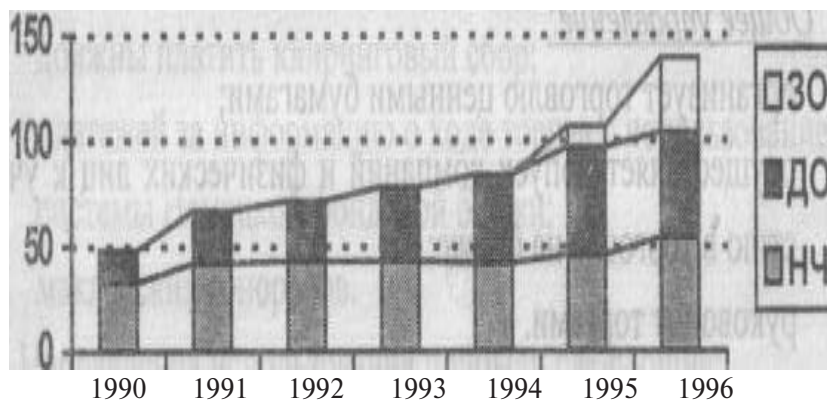
Курсові маклери призначаються урядом за рекомендацією Ради керівників та Палати курсових маклерів і приводяться до присяги Комісаром землі з цінних паперів. Це говорить про вплив держави доступними їй методами на біржові процеси.

Вільні маклери здійснюють функції посередників між організаціями, що представлені на біржі і не мають у своєму розпорядженні достатньої кількості власних співробітників на біржі. Обидві групи маклерів не мають права здійснювати угоди для приватних інвесторів.

Структура біржового ринку Німеччини складається з трьох сегментів. Вони розрізняються ступенем вимог до процедури лістингу. Склад членів Німецької фондової біржі зображений на діаграмі, в якій використані наступні позначення: НЧ – німецькі члени біржі; ДО – дочірні товариства закордонних фірм; ЗО – закордонні товариства.

Діаграма № 4.2.

Характеристика складу членів Німецької фондової біржі



Ці діаграми останніх років минулого сторіччя свідчать про збільшення кількості закордонних членів біржі, оскільки за Німецькою фондовою біржею почала закріплюватися роль міжнародного координатора Європейського фондового ринку.

Схема № 4.3.

Блок-схема організації
Франкфуртської фондової біржі



Основна особливість Німецької фондової біржі – її розгалужена інфраструктура, що є характерною ознакою об'єднання організацій, сукупність яких активно впливає на функціонування фондового ринку країни. Провідну роль у складі Німецької фондової біржі відіграє Франкфуртська фондова біржа.

Рада фондової біржі:

- 1) визначає правила торгівлі та платежів;
- 2) здійснює загальне керівництво;
- 3) призначає керівника системи торгівлі;
- 4) збирає Раду з лістингу.

Загальне управління:

- 1) організовує торгівлю цінними паперами;
- 2) здійснює допуск компаній і фізичних осіб до участі в торгівлі на біржі;
- 3) керує торгами.

Система керівництва торгівлею:

- 1) керує торгівлею, клірингом і розрахунками;
- 2) здійснює збір інформації про торгівлю, кліринг і розрахунки;
- 3) регулює ціноутворення на біржі.

Рада з лістингу:

- 1) розробляє правила допуску цінних паперів до розміщення через біржовий механізм;
- 2) здійснює допуск цінних паперів до первинного розміщення;
- 3) виключає цінні папери з котирувального листа.

Організаційна будова фондової біржі заснована на представництві кожного рівня управління. Рада фондової біржі складається з 24 членів:

- 12 з яких представляють банки: ошадні, іноземні й інвестиційні компанії;
- 2 - страхові компанії, цінні папери яких пройшли процедуру лістингу;
- 5 - страхові компанії, цінні папери яких пройшли лістинг;
- 4 - брокерів;
- 1 член представляє приватних інвесторів.

Блок загального керівництва виступає виконавчим органом фондової біржі.

Система показників Франкфуртської фондової біржі аналогічна показникам, що застосовується на Нью-Йоркській і Лондонській біржах. Доходи біржі складаються з:

- вступних внесків для участі в торгах на біржі. Ці платежі залежать від використовуваної комп'ютерної системи і кількості встановлюваних робочих місць;
- регулярних платежів, що стягуються за кожну трансакцію під час торгів і розрахунків. На біржі члени клірингу повинні платити кліринговий збір;
- платежів за інформацію про хід торгів з використанням системи Німецької фондової біржі;
- маклерських гонорарів.

Напрямки використання прибутку наступні:

- Німецькій фондовій біржі - від функціонування підрозділів;
- чистий дохід біржі - доходи і надходження, що не використані у звітному році.

Таблиця № 4.10.

Фінансовий звіт Німецької фондової біржі за 2000 р

Надходження (тис. євро)	
Плата за участь в торгах	702301
Інші операційні послуги	126729
Інвестиції та інші надходження	73160
Всього надходжень	902190
Витрати (тис. євро)	
Заробітна плата і утримання співробітників біржі	87389
Витрати на соціальні програми	17647
Витрати на оперативну діяльність	487938
Знецінення матеріальних цінностей	83047
Інші витрати	7308
Всього витрат	683329
Прибуток від звичайної діяльності	218861
Непередбачуваний прибуток	74239
Податкові виплати	72568
Чистий прибуток	220532

Таблиця № 4.11.

Балансовий звіт про роботу
Німецької фондової біржі в 2000 р.

Активи (тис. євро)	
Позаоборотні активи	
Нематеріальні активи	173970
Матеріальні активи	64537
Фінансові активи	381768
Всього необоротні активи	620275
Оборотні активи	
Дебітори та інші активи	151799
Каса і банк	140565
Затримані податкові виплати	10035
Всього оборотні активи	302399
Всього активи	922674
Пасиви (тис. євро)	
Стартовий капітал	18764
Резервний капітал	44761
Заборгованість з оплати праці	356257
Частка участі в дочірніх компаніях	4253
Резервний фонд	150976
Боргові зобов'язання	347663
Всього пасиви	922674

До планів розвитку Німецької фондової біржі входить формування такого ринку, на якому будь-який наказ щодо німецьких цінних паперів виконувався б швидше, дешевше й акуратніше, ніж будь-де. Для цього біржі необхідно вирішити питання, пов'язані з залученням на фондовий ринок різноманітних цінних паперів і удосконалюванням операційних правил, що включають сервіс з розрахунків і позик.

Токійська фондова біржі. Токійська фондова біржа є найбільшою фондовою біржею Японії, що визначає фондове обличчя країни. У 1992 році частка Токійської фондової біржі в обороті акцій країни становила 86 %. Організація роботи біржі базується на роботі першої і другої секцій, а також позабіржового ринку. Основним завданням біржі є організація роботи торгових площ.

Поряд з організацією торгів на біржі здійснюється нагляд за діяльністю її членів і їх фінансовим становищем, за дотриманням правил біржової торгівлі.

Токійська фондова біржа характеризується наступними відмітними рисами:

- у торговому залі торгівля проходить по секціях, цінні папери яких належать різним галузям економіки;
- існує особлива технологія торгів: у торговому залі – для цінних паперів першої секції біржі, у комп'ютерній системі – для цінних паперів другої секції;
- розрахунки здійснюються на третій робочий день.

Регулююча діяльність біржі передбачає контроль за діяльністю її членів з метою виявлення доручень біржової фондової торгівлі. Відділом контролю припиняється здійснення фіктивних угод, маніпуляція цінами, келійні угоди, скуповування цінних паперів з наміром штучно збільшити чи зменшити ціни.

Структура показників роботи Токійської фондової біржі аналогічна із системою оцінювання американських і європейських бірж. Доходна частина більшою мірою складається з членських внесків, а видаткова – з витрат на устаткування і підтримання біржі в працездатному стані.

Організаційна структура Токійської фондової біржі, зберігаючи риси лінійно-функціонального підходу в будові організаційно-економічного механізму її функціонування, створює умови для вирішення основних завдань з надання послуг учасникам фондового ринку.

Вищим органом керівництва Токійської фондової біржі є загальні збори членів біржі, яким підзвітний президент. Він здійснює оперативне управління діяльністю біржі через лінійний апарат керування: начальників відділів і служб, штат керуючих і керівників спеціальних комітетів.

Таблиця № 4.12.

Підсумки роботи Токійської біржі за 2000 р.

Прибутки (млн. \$ США)	
Членські внески і виплати	203,713
Плата за лістинг	89,532
Внески інвесторів	4,705
Інші прибутки	96,646
Повернення коштів із фонду страхування ризику	17,581
Повернення різноманітних надбавок	142,000
Всього	412,348

(продовження)

Витрати (млн. \$ США)	
Витрати на утримання співпрацівників	100,520
Витрати на обладнання	158,252
Операційні витрати	89,495
Інші витрати	33,028
Внесок у фонд страхування ризику	28,380
Внесок за надбавки	1,530
Всього	411,205
Перевищення прибутків над витратами за відповідний період	1,143

Таблиця № 4.13.

Консолідований баланс Токійської фондової біржі за 2001 р.

Активи (млн. \$ США)	
Поточні активи	301,880
Основні фонди	402,390
Депозити	19191,120
Спеціальні активи	232,103
Всього активів	20127,511
Пасиви (млн. \$ США)	
Стартовий капітал	116,675
Резервний фонд	227,227
Поточні пасиви	209,759
Стійкі пасиви	48,521
Боргові зобов'язання	83,666
Спеціальні резерви	19423,223
Інші пасиви	18,440
Всього пасивів	20127,511

Організаційна структура управління являє собою багаторівневу систему, побудовану на основі спільної діяльності лінійних і функціональних підрозділів.

До лінійного апарату управління біржею входять президент, керуючі, начальники відділів, служб, керівники груп і напрямків.

Основні функціональні підрозділи включають:

- відділ торгової системи і відділ електронної торгової системи;
- відділи ринку облігацій і фондового ринку;
- кліринговий відділ;
- казначейство;
- відділ лістингу.

Обслуговуючі функції виконують:

- відділ матеріально-технічного забезпечення;
- відділ по роботі з персоналом;
- інформаційний відділ;

- секретаріат;
- загальний відділ.

Допоміжні функції виконують:

- відділи по роботі з членами біржі та по перевірці фірм-членів біржі;
- арбітражний і нагляду за ринком;
- відділ міжнародних зв'язків.

Характерною рисою Токійської фондової біржі є наявність в організаційній структурі дослідницького відділу. Його функціональні обов'язки пов'язані з розробленням перспектив розвитку фондового ринку і фондової біржі, біржових технологій і торгових систем, біржових продуктів.

Підводячи підсумки, необхідно відзначити, що фондові біржі у всіх країнах зазнають впливу від економіки і є інструментом державного регулювання фондового ринку. Вплив здійснюється через економічну і законодавчу базу, управління може бути як м'яким, так і дуже твердим.

«М'який» стиль управління характерний для країн, у яких фондовий ринок сформувався давно, технологія його роботи налагоджена і накопичений досвід тривалого функціонування фондових бірж. До таких можна віднести як Нью-Йоркську, так і Лондонську фондові біржі.

«Твердий» стиль управління фондовими біржами існує в тих країнах, фондовий ринок яких має невелику історію розвитку, або ця історія була перервана наявністю зовнішніх факторів. До таких фондових бірж можна віднести Токійську і Німецьку фондові біржі.

У виконанні біржами координуючих функцій існують певні розходження. Так, наприклад, для Нью-Йоркської фондової біржі характерний нагляд за виконанням брокерами правил торгівлі, а Лондонській і Німецькій фондовим біржам властива роль організації, що здійснює наглядові та регулюючі функції в масштабах країни.

Організаційно-управлінська структура провідних фондових бірж світу, за винятком незначних відхилень, має багато спільного. Вона включає не тільки підрозділи, що забезпечують торги, а й відділи, що дозволяють здійснювати взаєморозрахунки за виконаними угодами і перереєстрацію прав власності на цінні папери. Крім цього, обов'язковими є:

- підрозділи, що забезпечують проведення експертизи і процедуру лістингу цінних паперів;
- інформаційні агентства і департаменти, що працюють з біржовою інформацією;
- структурні одиниці, основним призначенням яких є робота з членами біржі;
- служби автоматизації технологічних процесів;
- дисциплінарні комітети;
- підрозділи біржової безпеки.

До структури фондової біржі входять: блок управління, блок торгівлі фондовими цінностями, а також блоки передторгового і післяторгового обслуговування. Кожна з бірж здійснює свою діяльність у межах визначеної організаційно-правової форми, але спільним, що об'єднує їх, є наявність некомерційної мети. Тому структура доходів і витрат для розглянутих фондових бірж приблизно однакова. Надходження біржі складаються з плати за технічне й інформаційне обслугову-

вання, за забезпечення взаєморозрахунків, біржові і торгові платежі, а витрати зводяться до підтримання життєдіяльності біржі.

Керівництво біржею. Загальне керівництво діяльністю біржі здійснює рада директорів. У своїй діяльності вона керується статутом біржі, в якому визначається порядок керування біржею, склад її членів, умови їх прийняття, порядок утворення і функції біржових органів.

Для повсякденного керівництва біржею і її адміністративним апаратом рада призначає президента і віце-президента. Крім того, нагляд за всіма сторонами діяльності біржі здійснюють комітети, утворені її членами, наприклад, аудиторський, бюджетний, за системами (комп'ютери), біржовими індексами, опціонами.

Комітет із прийняття членів розглядає заявки на прийняття в члени біржі. Комітет з арбітражу заслуховує, розслідує і регулює спори, що виникають між членами біржі, а також членами і їхніми клієнтами. Кількість і склад комітетів міняються від біржі до біржі, але багато з них обов'язкові. Це комітет або комісія з лістингу, що розглядає заявки на включення акцій до біржового списку; комітет із процедур торговельного залу, що разом з адміністрацією визначає режим торгівлі (торговельні сесії) і стежить за дотриманням інструкцій з діяльності в торговельному залі, а також в інших випадках.

Біржі – це, як правило, не комерційні структури, тобто безприбуткові, і тому звільнені від сплати корпоративного прибуткового податку. Для покриття витрат з організації біржової торгівлі біржа стягує з учасників цієї торгівлі податки і платежі. Це податок на угоду, укладену в торговельному залі; плата компаній за включення їхніх акцій до біржового списку; щорічні внески нових членів тощо. Ці внески і становлять основні статті доходу біржі.

Біржа забезпечує концентрацію попиту та пропозиції, але вона фізично не в змозі вмістити всіх, хто хотів би продати або купити ці папери. Ті, хто бере на себе функції проведення біржових операцій, стають посередниками. Діяти вони можуть як на біржі, так і поза нею, оскільки далеко не всі папери котируються на біржах. На позабіржовому ринку формується коло посередників, на яких фактично покладається функція концентрації попиту та пропозиції. Просторово посередники роз'єднані, але вони пов'язані між собою й утворюють єдине ціле, постійно вступаючи в контакт один з одним.

Учасники біржових угод. В окремо взятій фондовій угоді задіяні три сторони – продавець, покупець, посередник. На початкових етапах модель гранично проста – один посередник зводить продавця з покупцем. При зростанні масштабів фондових операцій з'являється друга модель, і посередників уже двоє: покупець звертається до одного, продавець – до іншого, і ймовірність збігу мала. При ще більшій інтенсивності фондових операцій складається третя модель: тепер уже самі посередники потребують допомоги, і між ними з'являється ще один. Назвемо його центровим, а його контрагентів – фланговими посередниками.

Припинімо ненадовго розгляд цих моделей і погляньмо на посередництво у фондових угодах з іншого погляду. Посередник може діяти подвійно. По-перше, за власний рахунок, стаючи тимчасово власником паперів і одержуючи дохід як різницю між курсами купівлі і продажу. На американському позабіржовому ринку таких посередників, як уже згадувалося, називають дилерами. По-друге, він може працювати за певний відсоток від суми угоди, тобто за комісійну

винагороду, просто приймаючи від своїх клієнтів доручення на купівлю-продаж акцій.

У першій і другій моделях угоди посередник може виступати або в одній якості, або в іншій. У третій моделі дотримуються поділу праці: центровий посередник працює за свій рахунок, а флангові – на комісійних засадах. Третя модель тривалий час, аж до середини 80-х років, існувала на біржі в Лондоні, за нею дотепер функціонує Нью-Йоркська фондова біржа. Центровий посередник у Лондоні іменувався джобером, у Нью-Йорку – фахівцем. Флангових посередників і там, і там називають брокерами.

На розвинутому фондовому ринку однаковості в посередницьких операціях немає, – усі три моделі співіснують, своя «фондова ніша» знаходиться для кожної. Припустімо, брокер з великою клієнтурою одержує, крім інших, два доручення, причому курс і розмір пропозиції продати збігається з параметрами замовлення на купівлю. Брокерові залишається тільки оформити угоду, з чим він благополучно впорається сам, не потребуючи послуг інших посередників.

Пари замовлень, що самовиконуються, можуть утворюватися в біржовому середовищі, коли один брокер повідомляє про наявну в нього пропозицію, а інший відразу відгукується – у нього парне замовлення (посередництво за другою моделлю). Але багато доручень формулюються як умовні. Наприклад, «продати, якщо курс піднімається до...» Такі замовлення відразу виконати не можна. Отут і приходиться на допомогу центровий посередник, а умовні доручення передаються йому фланговими посередниками. Відзначимо, що центрального посередника може замінити комп'ютер, і частково це вже робиться.

Оскільки потреба в двоступінчастому посередництві складається далеко не відразу, зосередимося на іншому важливому для молодого Українського ринку питанні: на яких засадах краще працювати біржовому посередникові – за власний рахунок або як брокер? Добре б, звичайно, мати дилерів, готових купити папери в клієнта або продати їх йому. Однак дилерові доводиться пускати в обіг свої кошти і брати на себе ризик. Припустімо, нестачу грошей можна компенсувати позиками, але проблему ризику це не знімає. Дилер, що неправильно оцінив ситуацію, може дестабілізувати ринок і викликати ланцюгову реакцію банкрутств, якщо не поверне отримані кредити. Дилер, що усвідомлює і свою недосвідченість, і недосконалість ринку, схильний виявляти обережність, відмовляти клієнтам. Тим самим гальмується укладення угоди.

Нашим біржам у розвитку посередницьких послуг потрібна стратегія, що включає вироблення норм регулювання: на який мінімальний капітал має розраховувати дилер, в яких межах він може брати кредити і т.д. Необхідне ліцензування брокерської і дилерської діяльності, встановлення стандартів їхньої звітності. І звичайно, добре б визначитися: на якого посередника – брокера чи дилера – робити ставку? Не виключено, що на початковому етапі об'єктивно не буде посередників, готових узяти на себе функції дилерів. У центр посередництва тому спочатку доцільно поставити брокера, докладаючи водночас максимум зусиль для забезпечення концентрації попиту та пропозиції фондових цінностей. Поступово стане зрозуміло, хто з брокерів здатний узяти на себе роль дилера.

Тепер стало зрозуміло, що біржа – це царство посередників, що є справжніми господарями біржі, у тому числі і юридично, якщо біржа організована як акціо-

нерне товариство. Можливе і створення біржі як публічно-правового інституту. Зрозуміло, що ініціаторами становлення біржі як акціонерного товариства стають саме ті, хто має намір працювати в біржовому залі, надаючи інвесторам послуги з купівлі-продажу цінних паперів. Засновники біржі — це члени біржі, коло яких може бути розширене, якщо засновники вважають за необхідне прийняти додаткову кількість акціонерів. Члени біржі автоматично одержують біржове місце, тобто право вести операції в біржовому залі. Може бути прийняте рішення про продаж додаткової кількості місць, і тоді їхні власники теж одержать право торгувати в операційному залі. Якщо кількість членів біржі і біржових місць значна, то немінуча ротація — хтось вирішує продати належне йому місце. У випадку, коли бажаючих придбати місце багато, ціна його висока, це є для біржі гарним знаком. Якщо ціна падає, біржовикам треба замислитися. Інтервал, у якому коливаються ціни, може бути досить значним.

Фондова біржа має, як правило, статус безприбуткового акціонерного товариства, тобто не ставить за свою мету одержувати доходи для розподілу їх серед своїх членів. Це може здатися на перший погляд дивним, але насправді є глибоко закономірним: члени біржі одержують дохід, функціонуючи як біржові посередники. Того, щоб клієнти біржі сплачували ще якісь суми до спільної біржової скарбнички, з якої вони будуть розподілятися між членами біржі, явно не проглядається: може початися перерозподіл надходжень на користь тих членів, що працюють незадовільно і залучають менше клієнтів, а з загальної скарбнички вимагають виплат пропорційно до свого паю. Безприбутковий статус не означає, що біржа як акціонерне товариство взагалі не одержує доходів. Отримані доходи витрачаються для облаштування залу і приміщень, де працюють біржовики, створення сучасних систем зв'язку, ведення дослідницької роботи тощо. Члени біржі зацікавлені в тому, щоб біржа одержувала рівно стільки доходів, скільки їй потрібно при дотриманні розумної економії: завищення доходів означає скорочення прибутків членів або подорожчання послуг з купівлі-продажу цінних паперів.

Біржовики. Біржовиків поєднує спільний інтерес, а особливо тісно вони згуртовані, коли принцип котирування акцій на одній біржі поєднуються з єдиними фіксованими ставками, стягнутими з клієнтів на цій біржі. Саме такий порядок існував на Нью-Йоркській біржі до травня 1975 року. Введення плаваючих ставок, комісійних змушує біржовиків конкурувати через залучення клієнтів. А для клієнтів це найголовніше. Звичайно, завжди є небезпека, що члени біржі домовляться між собою й устанавлять завищений рівень розцінок. Тоді буде доцільним припинити котирування акцій на такій біржі і перенести угоди в інше місце. До розгляду процедури котирування ми приступимо після короткої довідки про членів біржі.

Членами біржі є фізичні та юридичні особи, але перші — «на підхваті» у других і виконують допоміжні функції. Юридичні особи представлені або універсальними комерційними банками, або спеціалізованими біржовими фірмами (їх називають брокерськими, або інвестиційно-банківським), або і тими, й іншими. У США з 30-х років склалася своєрідна модель, що згодом була запозичена Канадою і Японією. Вона будується на забороні комерційним банкам брати участь у біржових операціях. Монополію на цей вид діяльності одержали інвестиційно-банківські

фірми. У свою чергу, вони не повинні втручатися в сфери комерційних банків – депозитно-кредитні операції. Для західноєвропейських країн характерна інша модель – на біржах домінують універсальні комерційні банки, яких у кожній країні одиниці. Через них проходить так багато доручень на угоди з цінними паперами, що банки фактично виконують ті ж функції, що й біржі, і концентрують попит та пропозицію цінних паперів. А коли так, то банк здатний певною мірою і підмінювати біржу. Але цілком замінити біржу банки не можуть, та й не прагнуть до цього – у кожного своє місце в кредитно-фінансовій системі.

Оскільки акціонерні товариства поділяються на два види – закриті і відкриті, то з потенційних претендентів на біржове котирування треба виключити закриті товариства, тому що їхні акції не обертаються на ринку. У таких товариствах перехід паю в інші руки вимагає згоди інших акціонерів. У цьому і виявляється «закритість» цих товариств. На відміну від цього, пай у відкритому акціонерному товаристві кожний з акціонерів вільний передати іншому, що й означає волю обертання таких акцій на ринку.

Товариство відкритого типу відрізняються за масштабами діяльності. Для великих або швидко зростаючих товариств неважко привернути увагу до своїх акцій, а для інших завдання це важке. Тому з погляду інтенсивності обертання акцій акціонерні товариства розшаровуються. На одні папери попит та пропозиція настільки великі, що угоди укладаються не просто щодня, а й по багато разів на день, а на інші – раз у кілька днів, а то й тижнів або місяців. Звідси висновок: у першому випадку котирування на біржі доцільне, у другому – ні.

З таким висновком доводиться погоджуватися, навіть якщо недоцільність котирування викликає внутрішній протест: ну чому ж не котирувати навіть при епізодичних угодах? Зупинімося спочатку на досить прозаїчних причинах, що стосуються організаційної сторони справи. По-перше, за котирування треба платити, а навіщо платити, якщо угод майже не буде? По-друге, біржа не зацікавлена в тому, щоб «засмічувати» свій котирувальний бюлетень. Біржі ні до чого, щоб він з дня на день майорів прочерками, що означають відсутність угод. По-третє, прочерки в котирувальному бюлетені ніяк не додають популярності відповідній компанії.

За бажанням, незважаючи на всю вагомість наведених аргументів, ними можна знехотити. Але не можна не враховувати суть справи. Порівняймо дві компанії: в одному випадку угоди з акціями компанії укладаються приблизно раз на кілька місяців, а в другому – десятками щодня. Поставимо себе на місце інвестора, що вирішив купити акції другої компанії. Орієнтиром для нас буде динамічний ряд біржових котирувань, тобто цін, за якими акції переходили з рук у руки. Між угодами проходить так мало часу, що припускати наявність якихось серйозних змін у справах компанії не приходиться. Тому ми можемо сміливо орієнтуватися на курси (ринкові ціни) попередніх угод і дати брокерові замовлення купити за ринковою ціною. За час, поки наше замовлення дійде до операційного залу, курс сильно не зміниться (крім, зрозуміло, періодів біржових непорозумінь). Така ситуація видається нам цілком природною, акція як титул власності живе своїм самостійним життям.

Звернімося тепер до першої компанії. Її акція – юридично такий же титул власності, як і в другої компанії. Уявімо, що нам її пропонують купити. Чи пого-

димосся ми використовувати як орієнтир курс попередньої угоди, що відбулася кілька місяців тому? Адже за цей час багато чого могло змінитися в самій компанії, на ринках, куди вона поставляє свою продукцію. Тобто в цьому випадку для ухвалення рішення про купівлю потрібна чимала попередня робота, можна сказати, необхідна інвентаризація компанії. Таким чином, самостійність титулу власності виявляється ілюзорною – він «прив'язаний» до майна, що його представляє.

Отже, уявивши себе на місці інвестора, ми краще усвідомили, чому на біржі котируються тільки компанії, акції яких служать предметом найбільш активної торгівлі. Але звідси також випливає, що позабіржовий ринок аж ніяк не другорядний. На ньому представлено чимало солідних фірм, чії розміри «не дотягають» до біржових стандартів. Позабіржовий ринок є також «інкубатором», де вирощуються компанії, акції яких згодом переміщуються на біржу. І навряд чи є необхідність докладно зупинятися на тому, що між становленням акціонерного товариства і прийняттям його паперів до котирування має пройти певний час. Навіть якщо за своїми масштабами (величиною активів, одержуваним прибутком) воно задовольняє біржові критерії, біржі вимагають представити «родовід» акцій – історію попиту на них на позабіржовому ринку протягом кількох років. Біржі примхливі? Ні, просто наполегливі у захисті своїх інтересів.

Інформація про біржі континентальних західноєвропейських країн скупа. У наших засобах масової інформації про них повідомляється значно менше, ніж про Нью-Йоркську біржу. Причина полягає в тому, що фондова біржа відіграє відносно більш важливу роль у США, ніж у континентальних західноєвропейських країнах. Це пояснюється відмінностями в структурі володіння акціями.

Схематично суть цих відмінностей можна зобразити так: в одній моделі контрольні пакети невеликі, а основна кількість акцій вільно обертається на ринку, тимчасом як в іншій моделі велика частка акцій іммобілізована в контрольних пакетах, а на ринку обертається небагато акцій. Першу модель можна визначити як англо-американську, другу – як континентальну західноєвропейську. За всієї умовності такої схеми відмінності між моделями показують суть того, що відбувається в реальному житті. За англо-американської моделі акцій на ринку багато, а отже, велика ймовірність наявності великої кількості інвесторів, що бажають їх купити і продати. Отже, для бірж відкривається широке поле діяльності. Вкрай важлива і така обставина: з акцій, що обертаються на ринку, можна, в принципі, сформувати пакет, що стане контрольним і дасть змогу перехопити контроль над компанією.

При західноєвропейській моделі такої можливості не існує в принципі. Перехід компанії з рук у руки може відбутися тільки за бажанням колишніх власників. Обороти ж акцій на біржах невеликі.

Не вдаючись у причини, що зумовили створення різних моделей, замислимося над питанням: якою, найімовірніше, складеться структура власності на акції в нас? Уже позначилися три головних претенденти на володіння великими пакетами акцій: держава в особі тих або інших її органів, трудові колективи і підприємства, зацікавлені в перехресному володінні акціями. Усі ці акціонери накопичують акції не для того, щоб відразу вийти з ними на ринок – виходить, що змінюється частина акцій державних підприємств, які перетворені в акціонерні

товариства. А стають мобільним – нічого поганого в цьому немає, якщо тим самим трудові колективи дістануть могутній стимул підвищити ефективність своєї роботи, а господарські зв'язки між підприємствами зміцняться завдяки перехресному володінню акціями, взаємному представництву в радах акціонерних товариств тощо. Але для біржі така структура володіння акціями буде означати звуження потенційних розмірів обороту акцій. Трохи більший інтерес для неї становитимуть новоутворені акціонерні товариства – якщо вони, зрозуміло, будуть досить великими.

Сказане змушує замислитися і над орієнтирами, на які доцільно тримати курс українським біржам при відпрацьовуванні процедур торгівлі. Інтерес до досвіду американського ринку цілком зрозумілий, але важливо бачити межі, в яких удасться використовувати прийоми, що практикуються на біржах США. Адже вони орієнтовані на безперервну торгівлю за методом подвійного аукціону – замовлення і на купівлю, і на продаж акцій. На відміну від цього, на біржах з невеликими оборотами (за зразком ряду західноєвропейських) спочатку замовлення акумулюються, а потім відповідно до тієї або іншої прийнятої процедури встановлюється курс (наприклад, за критерієм задоволення максимально можливої кількості заявок).

Отже, біржа аж ніяк не всесильна в налагодженні обороту акцій. Вирішальне значення має широта розосередження акцій, а це визначається, природно, не тільки пропозицією акцій. У кінцевому підсумку останнє слово за інвесторами.

Спроби розгадати секрет сил, що спрямовує курси акцій вгору або вниз, що продовжує, але результати – як у середньовічних алхіміків: по головній проблемі просування ні, а побічні результати бувають небезінтересними. Висновок, до якого схиляється більшість серйозних дослідників, полягає в тому, що на розвинутому фондовому ринку в кожен конкретний момент біржовий курс відображає в основному всю інформацію, яка є про акціонерне товариство, а зміни курсу відбуваються під впливом появи нової інформації, що стосується самої компанії, галузі або галузей, у яких вона діє, кон'юнктури в економіці в цілому та ін. Уже з такого загального міркування випливає, що доступ до інформації, черговість її одержання набуває величезної важливості для успіху в біржових операціях. Для власника таких даних більше немає таємниць щодо найближчих змін біржового курсу акцій даного акціонерного товариства. Як носій нової інформації, він має переваги в біржовій грі.

Зрозуміло, що використання службової інформації у фондових угодах має бути заборонене, але настільки ж зрозуміло, що цілком викоринити таку практику неможливо.

Налагоджуючи роботу Українського фондового ринку, проблему службової інформації необхідно вирішити настільки, наскільки це можливо: усі заходи мають бути прийняті для запобігання зловживань. Усім учасникам фондового ринку повинен бути забезпечений рівний доступ до даних, що впливають на курс акцій.

Підіб'ємо підсумок, спробувавши представити, якою має бути в ідеалі фондова біржа.

Вимоги до біржі як до форми організації фондової торгівлі можна сформулювати таким способом: по-перше, вона повинна забезпечувати визначення курсу

цінних паперів тільки під впливом попиту та пропозиції і надійно оберігати курс від впливу тих, хто намагається маніпулювати ним, спотворюючи курс для своєї вигоди. По-друге, між ціною продавця і ціною покупця зазвичай не має бути великого розриву – інакше процес висновку угод гальмується. По-третє, повинні підтримуватися плавність і поступовість у зміні курсів, процес утворення курсів має запобігати раптовим різким стрибкам.

Принципи діяльності фондової біржі. Біржа будує свою діяльність на наступних принципах:

- особистої довіри між брокером і клієнтом (наприклад, угоди на біржі укладаються усно й оформляються юридично заднім числом);
- гласності (публікуються дані про всі угоди і дані, надані емітентом за згодою з біржею про внесення акцій до біржового списку, незалежно від активності емітента);
- твердого регулювання адміністрацією біржі й аудиторамі діяльності дилерських фірм шляхом установа правил торгівлі й обліку.

Кожен крок брокерської фірми від подачі заявки на придбання місця на біржі до здійснення позабіржових угод обставлений великою кількістю писаних і неписаних норм, що виробляються адміністрацією і її комітетами з метою забезпечення ліквідності.

У результаті забезпечення перелічених принципів формується середовище, що спонукає продавати і купувати цінні папери на біржі. Це такі переваги, як, по-перше, можливості кращого доступу до кредиту для купівлі цінних паперів (банк охоче дає, якщо досягнута домовленість про реалізацію цінних паперів через біржу), по-друге, відмінний огляд стану ринку цінних паперів, більш точна оцінка можливостей тих або інших акцій і т.ін.

Необхідно чітко зрозуміти, що виникнення повноцінної фондової біржі вимагає забезпечення ряду важливих умов формування відповідного ринкового середовища. Інакше кажучи, для того, щоб запустити механізм фондової біржі, необхідно попередньо: по-перше, докласти зусилля до створення мережі майбутньої клієнтури і насамперед акціонерів, тобто вирішити питання про те, з ким працювати і як сформувати необхідний для старту біржі обсяг цінних паперів. З цією метою біржі, що формуються, особливу увагу приділяють активізації процесу акціонування, чому, зокрема, сприяє відпрацьовування власної концепції акціонування, що відповідають економіко-математичним моделям і якісної документації по реєстрації акціонерних товариств. При цьому повинні враховуватися особливості: реальне акціонування (становлення акцій повноцінними) відповідно до порядку проведення підписки розтягується зазвичай на рік; виникнення потреби не просто купити які-небудь акції (щоб «сховати» гроші від інфляції й одержати відсоток), а перепродати їх і купити нові акції, теж вимагає часу. Поки акціонери не «пощупають» дивіденди, вони не почнуть рятуватися від куплених акцій.

По-друге, запускати механізм фондової біржі (фондового відділу) можна тільки тоді, коли буде сформована система посередників у проведенні фондових операцій – брокерів і дилерів. Повноцінна фондова біржа спирається на двоступінчасту структуру посередництва, але її створення – результат розвитку самої біржі, під час якого і розставляються ті або інші акценти на статусі її учасників.

По-третє, перш ніж зважитися на запуск фондової біржі необхідно налагодити роботу центральних блоків біржового організму (експертної комісії і системи допуску ЦБ на біржу, котирувальної комісії, системи реєстрації цінних паперів і т.ін.).

Організаційно-управлінські структури фондових бірж, незалежно від того, в якій країні, з яким економічним рівнем розвитку вони функціонують, покликані виконувати певні види робіт, об'єднані спільним змістом і цільовою спрямованістю. В основі їх будови лежить структура апарата керування біржі, доповнена виробничими зв'язками одиниць і ланок.

Організаційно-управлінські структури фондових бірж будуються з урахуванням вимог спеціалізації, кількісного співвідношення, співвідпорядкованості і взаємозв'язку органів управління.

Спеціалізація в організаційно-управлінських структурах фондових бірж передбачає виконання кожним відділом, департаментом тільки їм властивих технологічних операцій, сприяючи поділу праці та його раціональній організації. Специфіка операцій біржової справи відрізняється характерними рисами, властивими структурним підрозділам фондової біржі. Такими особливостями є виконання робіт, зв'язаних з лістингом, котируванням цінних паперів, звіренням результатів торгів, клірингом і укладенням угод. Крім цього, сучасна фондова біржа здійснює послуги, що супроводжуються операціями на ринку цінних паперів, серед яких слід зазначити реєстрацію угод, здійснення взаємних розрахунків, фіксацію переходу прав власності.

Отже, методологія будови організаційних структур фондових бірж заснована на такій важливій ознаці спеціалізації, як однорідність виконуваних операцій, що разом з кооперуванням у процесі надання біржових послуг визначає рівень їхнього розвитку. Якщо в структурі біржі наявні підрозділи, що спеціалізуються на виконанні однієї виробничої функції чи технологічної операції, то це дає підставу зробити висновок про високий ступінь спеціалізації такої структури. Причому, це відображається не тільки на впорядкуванні, що здійснює послуги з наступним створенням спеціалізованих відділів, груп і робочих місць, і надає можливість вирішувати питання про технологічну однорідність біржових операцій, їхню стандартизацію. Стандартизація біржових операцій, що дозволяє застосовувати стандартизовані прийоми їх виконання, позначається на продуктивності праці фахівців і службовців, додаючи особливої значущості розвитку й удосконалюванню фондових бірж як господарюючих суб'єктів з характерною організаційно-управлінською структурою.

Спеціалізація дає змогу збільшити кількість і якість біржових послуг, служить передумовою не тільки застосування сучасної техніки, а й впровадження прогресивних біржових технологій, раціональних форм організації праці, обслуговування клієнтів. Показником, що свідчить про рівень спеціалізації фондової біржі, служить зниження собівартості послуг, підвищення ефективності використання основних коштів і капітальних вкладень. Так, на Українській фондовій біржі в результаті виконання робіт зі стандартизації і спеціалізації біржових операцій у 1997 р. собівартість послуг, що надавалися, знизилася на 4,1% порівняно з 1996 р. У той же час ефективність використання основних коштів упала. Оскільки про результативність роботи в цьому напрямку можна судити через показник рівня

завантаження робочої групи устаткування, його зниження відбулося через зменшення інтенсивності торгів на біржі.

Прогрес спеціалізації в організаційно-управлінських структурах фондових бірж значною мірою залежить від розвитку стандартизації й уніфікації фондових інструментів, що впливають на типізацію технологічних процесів біржових послуг. Прикладом може служити організація торгівлі державними цінними паперами типу облігацій державних позик, що мають різні модифікації й обслуговуються на базі одних умов випуску.

Кількісне співвідношення, реалізоване при будові організаційно-управлінських структур і виражає його зовнішню визначеність через ланки управління, припускає наявність певної кількості відділів, служб і господарських одиниць.

Практика будови організаційно-управлінських структур фондових бірж заснована на використанні визначеної кількості ланок управління. Управлінська ланка фондової біржі, як частина її структури управління, являє собою організаційно відособлену одиницю у вигляді функціональних підрозділів основного, допоміжного й обслуговуючого характеру. До них, наприклад, відносяться відділ фондового ринку, кліринговий відділ, відділ ринку облігацій, відділ арбітражу і нагляду за здійсненням угод. Водночас пропорційної залежності в кількісному співвідношенні структурних підрозділів різного функціонального призначення у фондових бірж не виявлено. Так, в організаційно-управлінській структурі Токійської фондової біржі співвідношення основних, обслуговуючих і допоміжних функціональних підрозділів становить 6:5:5, у УФБ – 3:6:6, у МФБ – 4:5:6. Співвідношення структурних підрозділів фондових бірж представлено в наведеній нижче таблиці.

Неоднаковість показників свідчить не тільки про своєрідність організаційної будови цих фондових бірж, а й про рівні їх спеціалізації. З цього погляду, на думку окремих учених, кількісне співвідношення відділів і служб, що склалося на Токійській фондовій біржі, здається більш прийнятним, ніж на УФБ і МФБ, оскільки основні підрозділи, виконуючи провідну роль у здійсненні функцій біржі, є головною ланкою в структурі її управління.

Таблиця № 4.14

Співвідношення кількості основних, обслуговуючих і допоміжних функціональних підрозділів фондових бірж

Назва біржі	Відносна кількість основних, обслуговуючих і допоміжних підрозділів
Токійська фондова біржа	1/0,8/0,8
Українська фондова біржа	1/2/2
Московська фондова біржа	1/1,25/1,5

Співвідпорядкованість і взаємозв'язок органів управління фондової біржі передбачає їх взаємну зумовленість і погодженість у виконанні виробничих функцій, поєднуючи в рамках біржової організаційно-управлінської структури її спеціалізовані підрозділи.

Співпідпорядкованість у структурних підрозділах фондових бірж передбачає систему функціонального підпорядкування їхньої діяльності, спрямовану на організацію спільної роботи по реалізації поставлених завдань. Наприклад, функціонування лінійного апарату управління фондової біржі засноване на елементарній закономірності, вираженій в підпорядкуванні нижчестоящих керівників і співробітників вищестоящим керівникам. На цій основі будова структур управління фондових бірж спирається на принцип єдиначальності, що дає керівникам функціональних підрозділів і керівнику біржі широкі повноваження, необхідні для виконання обов'язків і встановлення відповідальності за результати роботи. Погодженість у функціональних діях на всіх рівнях управління фондовою біржею лежить в основі принципу співпідпорядкованості і позначається на ефективності діяльності біржі з обслуговування клієнтів.

Методологія будови організаційно-управлінських структур передбачає зовнішній і внутрішній взаємозв'язок структурних підрозділів фондової біржі, їх пряму і непряму взаємопідлеглість. Наприклад, відносини, що виникають між відділами лістингу і торговою системою, відділами фондового ринку і ринку облігацій, можна розглядати як прямий внутрішній виробничий зв'язок, а відносини з загальним відділом, секретаріатом – як непрямий внутрішній взаємозв'язок. Відділи матеріально-технічного забезпечення і міжнародних зв'язків здійснюють прямий зовнішній зв'язок з постачальниками і зацікавленими організаціями, а дослідницький – непрямі зовнішні зв'язки з замовниками.

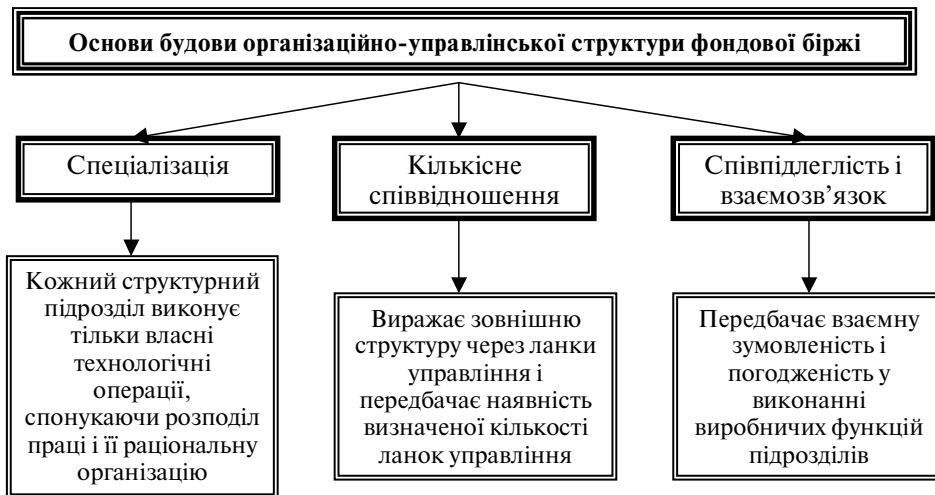
Взаємозв'язок як взаємна зумовленість відділів, департаментів, господарських служб біржі служить інструментом для виявлення дублюючих функцій підрозділів, відділів, груп і окремих співробітників, розподілу їхніх функціональних обов'язків, скорочення чисельності працюючих фахівців, економії матеріальних, трудових і фінансових ресурсів, зниження вартості біржових послуг, удосконалювання організаційно-управлінської структури.

Класифікація в широкому розумінні являє собою систему супідрядних підрозділів, використовувану як засіб для встановлення зв'язків між цими підрозділами.

Таким чином, класифікація структурних підрозділів фондових бірж, що входять до складу організаційно-управлінських структур, являє собою систему супідрядних служб: різних відділів, департаментів, груп, господарських підрозділів, використовуваних як засіб для встановлення зв'язків між ними з метою вивчення і практичного застосування. Структура дозволяє розкрити організаційні і технологічні зв'язки в структурних підрозділах на основі певних правил і показати їх як логічно будовану схему управління. Класифікація служить для розуміння сутності організації функціонування фондових бірж у цілому. Класифікація дає змогу також аналізувати закономірні фінансові процеси, що протікають на біржі як у період стабільного розвитку економіки, так і в період здійснення економічних реформ. Саме з цим пов'язана необхідність будови класифікації організаційних структур фондових бірж з метою осмислення суті предмета дослідження.

Організаційно-управлінські структури фондових бірж західних країн створені на основі лінійно-функціонального методу будови, що передбачає наявність лінійного апарату управління і функціональних підрозділів. Їх кількість і склад залежать від обсягу робіт з кожної функції і на кожній ступені управління.

Основи будови організаційно-управлінської структури фондових бірж



До складу організаційно-управлінських структур фондових бірж обов'язково входять такі підрозділи, як департаменти обслуговування торгових операцій і біржового арбітражу, а також відділи:

- членства на біржі;
- контролю за виконанням правил біржі;
- фінансів;
- адміністрації;
- інформації;
- організаційного розвитку.

Крім цього, формуються: рада з лістингу, палата курсових маклерів, експертна рада, дисциплінарний комітет, групи котирування цінних паперів, електронного обслуговування, клірингу і депозитарій.

Організаційно-управлінські структури фондових бірж перебувають у прямій залежності від кількості підрозділів, їх спеціалізації, характеру завантаження, змісту інформаційних і грошових потоків, а також виконуваного документообігу.

На цій підставі аналізувати організаційно-управлінські структури можна за ступенем концентрації функцій управління й обсягу робіт кожною з них, ступенем управління, кількістю функціональних підрозділів і апарату лінійних керівників, розподілом управлінських функцій.

Ступінь концентрації функцій управління залежить від кількості видів робіт, що виконуються у межах кожної з них, кількості опрацьованих документів, рівня технологічної досконалості і технічної оснащеності. Виходячи з цього, необхідно відзначити, що функції управління всіма процесами, що здійснюються на біржі, можуть бути зосереджені в межах об'єднаної дирекції, як, наприклад, на Німецькій фондовій біржі.

Обсяг робіт, що виконуються у межах структурних одиниць організаційно-управлінської структури, оцінюється кількістю опрацьованих документів. Залежність між показниками обсягу робіт, кількістю опрацьованих документів, вартістю послуг, що надаються, і одержуваних доходів має пропорційний характер. Через те, що виконувані на біржі роботи характеризуються великим розмаїттям, натуральні показники можуть відбивати адекватно тільки частину з них, наприклад кількість опрацьованих документів. Тому інші показники доцільно подавати у вартісному (грошовому) вираженні.

Аналіз організаційно-управлінських структур *за ступенем управління* припускає розчленовування функцій керування на рівні управлінського впливу. Вищий рівень управління представлений керівниками біржі та керівниками основних напрямків, наприклад, біржової торгівлі, фінансово-аналітичної служби, бухгалтерії, адміністративно-господарського управління.

Вивчення організаційно-управлінських структур *за кількістю функціональних підрозділів* дає можливість визначити їх кількість, необхідну і достатню для виконання завдань, що стоять перед біржею. Склад і кількість функціональних підрозділів залежать від обсягу здійснюваних угод, широти клієнтської бази, чисельності основного й обслуговуючого персоналу.

Організаційно-управлінські структури варто розрізняти за будовою *апарату лінійних керівників*. Принципи будови дозволяють застосовувати дво- і три ланкові структури апарату управління. Вивчення закордонного досвіду будови апарату управління фондових бірж дозволяє зробити висновок про те, що всі вони використовують триланкову систему за такою схемою:

- директор (президент),
- заступники — керівники напрямків (віце-президенти),
- керівники відділів і служб.

В українській практиці організації управління фондовими біржами в будові системи використовується аналогічний метод. На чолі організації знаходиться директор і його заступники, а потім керівники відділів, департаментів і служб, що дає змогу підвищити відповідальність і якість виконуваної роботи.

Розподіл управлінських функцій здійснюється в ланках організаційних структур, розташованих на відповідних ступенях управління. Сучасні фондові біржі мають, як правило, багатоступінчасту структуру управління. Це проявляється в тому, що вищим органом управління біржею є загальні збори членів біржі. У тому випадку, коли біржа являє собою акціонерне товариство, вищим органом управління біржі є загальні збори акціонерів.

Рада директорів чи Біржова рада в ієрархії управління займає певний щабель і виконує функції виконавчого органу, що має повноваження оперативного регулювання процесами, що протікають на біржі, а також координуючого органу, що керує повсякденною діяльністю департаментів, відділів і служб. Практика показує, що з підвищенням ступеня концентрації управлінських функцій у межах єдиного органу управління зростає маневреність ресурсами біржі, швидкість у реагуванні на інформацію, що надходить, оперативність у прийнятті рішень і їх виконанні. Це спостерігається на Лондонській, Нью-Йоркській, Токійській, Корейській фондових біржах, а також на Московській міжбанківській валютній біржі та Українській фондовій біржі.

Основне навантаження в організаційно-управлінських структурах фондових бірж несуть відділи:

- зайняті організацією і здійсненням біржової торгівлі;
- здійснюючі роботу з клієнтами-членами біржі;
- виконуючі допоміжні функції (відділи передторгового і післяторгового обслуговування);
- забезпечуючі безперебійну роботу біржі (служби автоматизації, інформатизації, безпеки, зв'язку з зовнішніми організаціями, аналітичні центри, відділи технічного постачання й адміністрація).

У межах організаційно-управлінських структур підрозділи фондових бірж групуються за ступенем спеціалізації, відповідальності і взаємодії в процесі виконуваних робіт. Це приводить до утворення департаментів, відділів і служб біржі, визначення кола їх функціональних обов'язків. Подальша деталізація структурних елементів створює умови для формування в організаційно-управлінських структурах робочих груп на основі цільового призначення і характеру трудових дій, технологічної (технічної) однорідності біржових операцій, обсягу, ступеня підпорядкованості, складності і відповідальності виконуваних робіт.

Класифікацію підрозділів фондових бірж у межах організаційно-управлінських структур можна здійснити за наступними ознаками:

- характером виконуваних робіт,
- об'єктом впливу,
- видами цінних паперів,
- функціональним призначенням,
- ступенем участі в технологічному процесі.

Групування підрозділів фондових бірж за класифікаційними ознаками дає змогу визначити коло обов'язків кожного структурного підрозділу і здійснити класифікацію за наступними ознаками:

· *за характером виконуваних робіт* розрізняють підрозділи, що виконують основні біржові операції – торгові операції, допоміжні – що обслуговують передторгові і післяторгові операції – інформаційні, матеріально-технічні, транспортні, охоронні;

· *за об'єктом впливу* – у цій якості можуть виступати цінні папери, фінансові потоки, інформація, клієнти, персонал біржі, технологічний процес;

· *за видом фінансових інструментів, представлених на біржі* – серед фінансових інструментів, за допомогою яких здійснюються біржові операції на фондових біржах, відомі державні і корпоративні цінні папери, комерційні цінні папери (вексель, складські відомості), термінові контракти, фондові індекси;

· *за функціональним призначенням* підрозділу фондові біржі можуть виконувати координуючі (керуюча система в особі лінійного апарату управління біржею) і виконавчі функції (керована система в особі фахівців, службовців і робітників біржі);

· *за ступенем участі в технологічному процесі* на біржі функціонують підрозділи, що беруть безпосередньо участь у біржових процесах, які регулюють біржову діяльність, і опосередковану участь – у біржових процесах, що сприяють у виконанні завдань, що стоять перед нею.

Економічною теорією і практикою встановлений взаємний вплив економічного стану країни на ефективність функціонування фондових бірж і їх організаційну будову. За допомогою таких показників, як: рух капіталу, тенденції реальної

заробітної плати, ступінь зайнятості населення, динаміка співвідношення заробітної плати і доходів власників капіталу, рівень заощаджень – можна судити про фінансовий стан країни і її потенційні можливості.

Таблиця № 4.15.

Класифікаційні ознаки, що використовуються при будові організаційно-управлінських структур фондових бірж

№ п/п	Класифікаційна ознака	Характеристика ознаки класифікації	Біржові структури, що відповідають класифікаційній ознаці
1.	за характером виконуваних робіт	підрозділи, що виконують основні, допоміжні та обслуговуючі функції	<i>основні</i> - торговий відділ; <i>допоміжні</i> – управління експлуатації торгової, депозитної і розрахункової системи; <i>обслуговуючі</i> – служба матеріально-технічного обслуговування, відділ програмно-технічного забезпечення
2.	за об'єктом дії	цінні папери, фінансові шляхи, інформація, клієнти, персонали біржі	торговий відділ, депозитарій, розрахунковий відділ, служба інформації, договірно-правове управління, відділ кадрів
3.	за видами цінних паперів	державні і корпоративні цінні папери, термінові контракти, фондові індекси	<i>секція</i> фондового ринку; <i>секція</i> термінового ринку
4.	за функціональним призначенням	підрозділи, що виконують координаційні і виконавчі функції	<i>координаційні</i> – управління справами, комісія з нагляду за біржовою діяльністю, служба, управління фондовими операціями; <i>виконавчі</i> – торговий відділ, розрахунковий відділ, депозит
5.	за ступенем участі в технологічному процесі	підрозділи, що здійснюють безпосередню чи другорядну участь у біржових процесах і регулювання ними	<i>безпосередню участь</i> у біржових процесах беруть: торговий відділ, розрахунковий відділ, депозит; <i>опосередковану участь</i> у біржових процесах беруть: бухгалтерія, фінансове управління, аналітична служба, відділ інформаційної безпеки; <i>участь у регулюванні</i> біржовими процесами беруть: управління справами, управління фондовими операціями, управління терміновими операціями

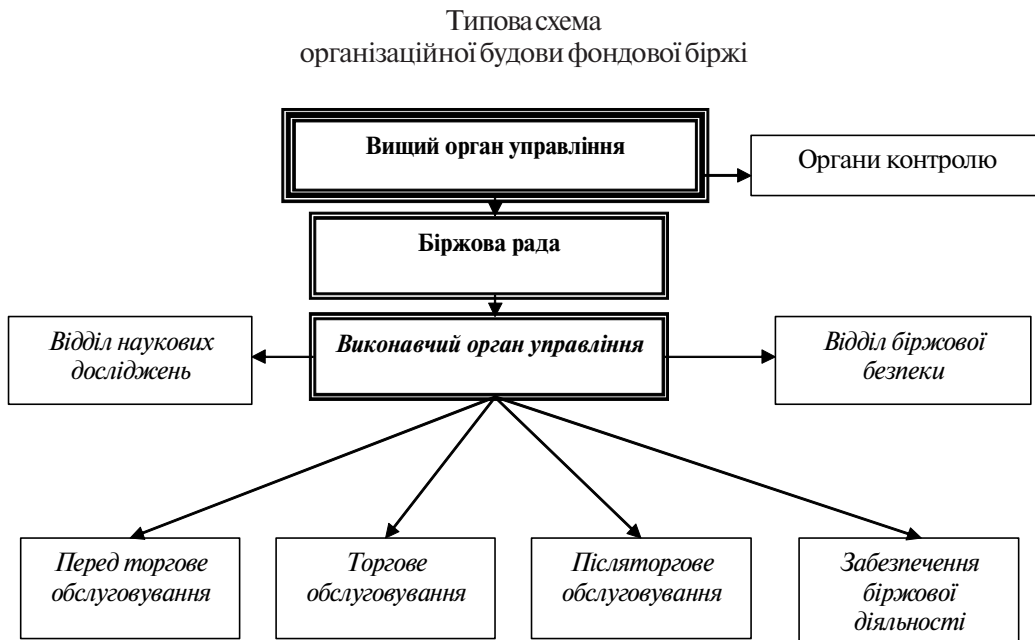
Вихід української економіки з кризи вимагає значних інвестицій. Причиною появи фондових бірж у структурі економіки народного господарства країн світу, у тому числі й України, є необхідність залучення тимчасово вільних грошових ресурсів для інвестицій у перспективні галузі економіки.

Економічний стан України впливає на кількість фондових бірж і їх організаційно-управлінські структури: знижується ступінь завантаження основних коштів, зменшується чисельність працюючих і кількість функціональних ланок. Тільки провідні біржі фондового ринку – УФБ – сьогодні зберегли на колишньому рівні кількість працюючих і структурних підрозділів, розширивши функціональні обов'язки аналітичних підрозділів, зв'язані з вивченням причин появи кризи і вивченням антикризових мір.

Вивчення фінансово-економічного стану фондової біржі має своєю метою оцінити її здатність як господарюючого суб'єкта вирішувати необхідні завдання і виконувати функції організатора торгівлі цінними паперами. Виконання цієї роботи здійснюється за основними напрямками фінансово-економічного аналізу якості активів і пасивів, прибутковістю окремих видів діяльності, відповідністю структури управління діючим операціям, обґрунтованістю витрат і розподілом доходів за допомогою системи показників (наприклад, капіталізація фондового ринку, кількість акцій, що котируються на біржі, оборот торгівлі акціями, кількість здійснених угод з акціями).

Класифікаційні ознаки лежать в основі будови організаційно-управлінської структури практично будь-якої фондової біржі, що з урахуванням масштабу розв'язуваних питань формує власну унікальну структуру.

Схема № 4.5.



Ця схема складена на основі типових структурних підрозділів західних і вітчизняних фондових бірж, організаційна будова та управління якими являють собою досить стійкі утворення з чітко визначеним колом функціональних обов'язків. За їх допомогою відображаються потреби суспільства в існуванні фондового ринку і його структурного підрозділу – фондової біржі.

У міжнародній практиці загальноновизнаним є підхід до фондової біржі як до некомерційного інституту. Однак біржа «повинна заробляти», зокрема, наданням не тільки біржових послуг учасникам ринку, а й різноманітною продукцією для населення.

Економічне становище в Україні позначається на діловій активності і функціонуванні фондових бірж, разом з тим фондовий ринок за роки перебудови господарського механізму так і не встиг стати діючим інструментом залучення коштів до реального сектора економіки. Найбільш актуальними стали питання виконання ліцензійних вимог до професійної діяльності на ринку цінних паперів і проблеми, пов'язані з залученням клієнтів. Біржа дає змогу інвестору скористатися її інфраструктурою передторгового і післяторгового обслуговування, технічною й інформаційною базою, навчальною і консультаційною допомогою. Фондові біржі, вирішуючи проблеми створення постійного кола клієнтів, зіштовхуються як суб'єкти господарювання з низькою кваліфікацією персоналу, відсутністю досвіду, спеціального приміщення й устаткування, програмних продуктів, інформаційної захищеності та високими ставками оподаткування. Функціонування українських фондових бірж залежить від стану економіки в країні. Умови роботи сучасних фондових бірж характеризують кризові явища, недосконалість законодавчої бази, вирішення проблем залучення клієнтів і підвищення розмаїтості біржових послуг.

На ефективність діяльності фондових бірж України впливали розмір і частота укладених угод. Тому особливість українського ринку цінних паперів полягає в тому, що активність біржових торгів не збігається з загальною активністю ринку цінних паперів, і біржовий ринок цінних паперів, хоча і зазнав у період кризи 1997-1998 р. істотних змін порівняно з позабіржовим, неорганізованим ринком, обсяги угод скоротилися в десятки разів, однак знову він є єдиним місцем зустрічі покупців і продавців цінних паперів.

4.4. Політика організації будови фондової біржі

Технічна і технологічна політика в організаційній будові фондових бірж містить роз'язання проблеми створення механізму їх функціонування, що забезпечує взаємодію інвестиційних інститутів між собою, з державними структурами на первинному і вторинному ринках цінних паперів, на міжрегіональному і міждержавному рівнях. У свою чергу, здійснення технічної і технологічної політики в організаційній будові фондових бірж прямо залежить від їх призначення і завдань, що стоять перед ними.

Метою технічної і технологічної політики є розроблення прийомів, способів і методів здійснення проектних робіт з будови організаційно-управлінських структур єдиної фондової біржі. Суть технічної і технологічної політики полягає у формуванні завдань, основ, принципів і напрямків у будові організаційно-управлінських структур фондових бірж.

Призначення політики зводиться до надання технічних коштів і вироблення технологічних прийомів, що забезпечують організаційно-управлінську побудову фондових бірж і впорядкування єдиного біржового простору ринку цінних паперів.

Для реалізації поставленого завдання необхідно, з одного боку, здійснити збір, опрацювання, збереження інформації про стан фондового ринку і надати її користувачам, а з другого, — дати їм можливість реалізувати власні інтереси на ринку цінних паперів. Отримана інформація має всебічно відображати стан фондового ринку і містити дані про емітенти, професійних учасників ринку цінних паперів, про стан керування рухом цінних паперів, про біржовий і позабіржовий фондовий ринки, інформаційні і консалтингові послуги, що забезпечують здійснення операцій з цінними паперами і фіксують рух прав власності на цінні папери.

Отже, технічна і технологічна політика дає можливість учасникам фондового ринку користатися інформаційними, торговими, розрахунковими і депозитарними послугами в комплексі, основними з яких є:

- збір, опрацювання, зберігання і поширення інформації про стан фондового ринку;
- проведення торгових сесій як на біржовому, так і позабіржовому фондових ринках;
- взаємозв'язок інформаційної системи українського фондового ринку з міжнародними і регіональними інформаційними системами;
- організація інформаційного і консультативного обслуговування учасників ринку цінних паперів;
- керування рухом цінних паперів;
- забезпечення надійності виконання угод по грошових ресурсах і цінних паперах;
- перевірка платоспроможності покупців цінних паперів і заможності продавців;
- виконання депозитарно-клірингових операцій за угодами, укладеними на фондовому ринку;
- забезпечення безпеки у виконанні операцій;
- підвищення кваліфікації учасників ринку цінних паперів.

Наведений перелік робіт визначає зміст *технічної політики* в галузі організаційної будови систем керування фондових бірж. Її реальне втілення зводиться до створення програмних продуктів, що застосовуються у наступних системах:

- інформаційній;
- біржової і позабіржової торгівлі;
- депозитарно-клірингових розрахунків;
- реєстрації угод і прав власності;
- телекомунікаційній;
- біржової безпеці.

Технологічна політика в будові організаційно-управлінських схем структур фондових бірж поряд з технічною базою є невід'ємною частиною фондових бірж і, у свою чергу, дає змогу формувати і контролювати регіональні, міжрегіональні та міждержавні інформаційні потоки, що характеризують стан ринку і дозволяють його учасникам приймати адекватні рішення. Технологічна політика безо-

середньо реалізується підрозділами фондових бірж через торгіву, розрахунково-клірингову, депозитарну системи й інші підрозділи організаційно-управлінської структури.

Технічна і технологічна політика в організаційній будові фондових бірж дає змогу підвищити продуктивність праці біржі майже на три чверті, удосконалити й оновити парк устаткування, створити умови для обслуговування нових фінансових інструментів. Реалізація цих напрямків зводиться до здійснення процесу використання в біржових операціях досягнень науки і техніки в галузі технічного оснащення фондових бірж. Спосіб виконання такого завдання можна поділити на чотири стадії.

На першій стадії науково-дослідні підрозділи фондових бірж, наприклад, Токійської і Московської, виконують теоретичні і прикладні дослідження з метою вдосконалення техніки і технології біржових операцій, обліку, реєстрації переходу прав власності на цінні папери, організаційної будови управлінських структур фондових бірж. Вони проводяться одночасно зі здійсненням технічних і технологічних розробок.

Друга стадія реалізації технічної і технологічної політики – робота технічного характеру, результатом якої є втілення наукових ідей у відновлення і технічне оснащення матеріальної бази фондових бірж.

На третій стадії розробляються й освоюються прийоми виконання технологічних операцій, моделюються біржові процеси, витрати часу і матеріальні ресурси на їх виконання.

Четверта стадія полягає в складанні графіка виконання заходів щодо будови організаційно-управлінської структури фондових бірж.

Таким чином, технічна і технологічна політика фондових бірж є сукупністю взаємозалежних процесів, що забезпечують технічну, технологічну й організаційну готовність біржі до здійснення біржових функцій. Час підготовки технічних і технологічних процесів біржових операцій, за нашими розрахунками, займає близько третини їх тривалості. Тому для скорочення непродуктивних витрат часу необхідні наступні кроки:

- удосконалення організації будови управлінських структур бірж і організаційних форм технічної і технологічної політики;
- формування висококваліфікованого кадрового складу;
- підвищення уніфікації, стандартизації і типізації технічних та організаційних рішень;
- аналіз результатів під час здійснення технічної і технологічної політики;
- автоматизація процесу інформаційного обслуговування;
- організація технологічного проектування біржових операцій;
- формування на основі порівняльного аналізу системи показників і критеріїв оцінювання ефективності заходів технічної і технологічної політики.

Теоретичні розробки здійснюються в напрямку аналізу існуючої документації, літературних джерел, аналогів, досвіду подолання і входження бірж у біржове співтовариство. Вважаємо, що для проведення експериментальних розробок необхідно методичне забезпечення досліджень, схеми, діаграми і графіки, теоретичні обґрунтування й економічні розрахунки. Під час досліджень проблеми входження до світового біржового простору експериментальній перевірці піддавалися

тільки ті положення, що визначали умови відповідності біржі вимогам біржового співтовариства і техніку входження в нього. Це необхідно для досягнення високої точності результатів і економії матеріальних ресурсів та часу.

Експериментальне проектування у фінансово-економічних розробках зводиться до створення макета (моделі, експериментального зразка), у результаті чого, можливо з застосуванням математичного методу, формується робоча документація. Вона дозволяє представити процес впровадження в біржове співтовариство на теоретичному й експериментальному рівнях.

Підсумком виконання робіт у цьому напрямку є проект, на підставі якого теоретичні висновки й експериментально підтверджені результати з'являються як керівництво до вирішення проблеми. Дослідження показали, що виконати і реалізувати поставлене завдання силами аналітичної служби, об'єднаного аналітичного відділу і відділу керування фондовими операціями досить складно через розбіжність основних завдань, розв'язуваних цими відділами, масштаб і значущість поставленої проблеми. У цьому випадку нагальною потребою є формування в організаційній структурі науково-дослідного підрозділу з лінійно-функціональним підпорядкуванням дирекції біржі.

На величину циклу і якість дослідницьких робіт впливає організаційна структура відділу, що займається такими проблемами. У його складі формуються спеціалізовані групи за напрямками робіт, наприклад, група теоретичних досліджень, група експериментального і технічного забезпечення, група біржових технологій. Перевага такого складу служб – можливість охопити теоретичну, технічну і технологічну спрямованість робіт з чітким розподілом обов'язків і постановкою завдань, визначенням чисельності працюючих і ступеня їх завантаження. Разом з тим, тверде закріплення працівників за структурною групою об'єктивно призводить до збільшення чисельності виконавців. Вирішити цю проблему можна за допомогою тимчасових тематичних наукових колективів у межах дослідницького відділу, що мають визначену конфігурацію під конкретне завдання. Це приведе до підвищення «мобільності» колективу, його кваліфікації й ефективності дій. Корисний ефект від проведених досліджень виявить себе як:

- *науковий ефект* через внесок у сучасну теорію функціонування фондових бірж;
- *організаційний ефект*, що впливає на показники, які характеризують кількість ланок структури керування, масштаб документообігу, швидкість опрацювання інформації, злагодженість і безпека роботи та устаткування біржі;
- *економічний ефект* визначає економію від виконаних робіт на основі показників продуктивності праці, ступеня завантаження устаткування, економії фонду заробітної плати, зниження чисельності працюючих, трудомісткості біржових операцій і збільшення їх кількості.

Ефект від входження Української фондової біржі у світовий біржовий простір не тільки позначиться на зростанні престижу України на світовому фондовому ринку, а й дасть можливість доступу до іноземних інвестицій через цінні папери.

Аналіз економічної ефективності залежить від мети, що стоїть перед ним, і обсягу вихідної інформації. Так, на стадії теоретичних розробок при наявності обмежених даних розрахунки носять орієнтований характер з використанням методів моделювання, екстраполяції, аналогів. На завершальній стадії експериментального проектування, коли є основні характеристики і показники досліджува-

ної проблеми, розрахунки здійснюються із застосуванням методу математичного моделювання з урахуванням ієрархічної схеми організації біржі.

Таким чином, технічна і технологічна політика організаційної будови фондових бірж здійснюється за визначеними правилами і принципами, основним з яких є принцип теоретичного обґрунтування.

Інший принцип формування технічної і технологічної політики виражає доцільність і ефективність виконання робіт з удосконалення технічної оснащення, способів і методів здійснення біржових прийомів та операцій. З його застосуванням будується матеріально-технічна база біржових технологій.

Рационально сформована й організована технічна і технологічна політика базується на наступних загальних принципах:

- пропорційності;
- паралельності;
- прямолінійності;
- безперервності.

Принцип *пропорційності* в організаційній будові фондових бірж – це узгодженість усіх елементів організаційно-управлінських структур, що входять в основні, сервісні процеси, що забезпечують роботу біржі. Їх узгодженість насамперед досягається по величині документообігу і «виробничої» потужності технічного оснащення. Порушення цієї вимоги викликає диспропорції, що призводять до зниження якості біржових послуг, погіршення використання устаткування, непродуктивних витрат робочого часу.

Принцип пропорційності знаходить своє відображення в елементах біржового «виробничого процесу». У цьому випадку для забезпечення пропорційності необхідна оптимізація кількісних завдань за критерієм повноти завантаження технічної бази і біржі. Наприклад, принцип пропорційності різних відділів, груп біржі може бути виражений через коефіцієнт завантаження устаткування.

Принцип *паралельності* в організаційній будові фондових бірж передбачає одночасність виконання біржових операцій і їх частин. Паралельність необхідна при виконанні не тільки біржових операцій, пов'язаних, наприклад, з торговими процесами, а й суміжних – при здійсненні сервісних і обслуговуючих процесів.

При виконанні операцій паралельність, виражена в одночасній роботі всіх біржових процесів, передбачає, наприклад, приймання заявок і на купівлю, і на продаж цінних паперів з їх реєстрацією, укладенням угод, звіренням, взаємозаліком і фіксацією прав власності. Можливість рівнобіжного протікання процесів багато в чому залежить від ступеня стандартизації й уніфікації фінансового інструмента, технології його «опрацювання», кількісно представлені показником паралельності, що заснований на величині трудомісткості опрацювання документів (виконуваних робіт) в одиницю часу.

Суть принципу *прямолінійності* в організаційній будові фондових бірж зводиться до просторового зближення здійснення основних, сервісних і обслуговуючих біржових процесів, що виключають поворотні замкнено-кільцеві чи рух документальних потоків. З цією метою документальні потоки технічно просторово розташовуються в порядку проходження операцій і технології їх виконання. У результаті скорочується час обслуговування однієї заявки, досягається упорядкування документообігу.

Використання принципу прямолінійності ставить завдання оптимізації конфігурації робочих місць, їхнього розташування й ефективного використання виробничої площі. Найбільш повно цей принцип може бути реалізований при стабільності обслуговуючих фінансових інструментів і високій типізації (стандартизації) біржових операцій.

Принцип *безперервності* в організаційній будові фондових бірж виражається в безперервності руху документів, а також у безперервності роботи службовців і устаткування. Характерна риса використання цього принципу полягає в тому, що тільки комплекс цих трьох факторів забезпечує повну безперервність у здійсненні біржових процесів.

Отже, принцип безперервності при дискретних «технологічних процесах» варто розуміти, насамперед, як ліквідацію або зведення до мінімуму всіх видів перерв і простой, нераціональних витрат робочого часу. Кількісно ступінь безперервності біржових процесів може бути виражений коефіцієнтом безперервності.

У практиці організаційної будови фондових бірж принципи теоретичного обґрунтування, доцільності й ефективності, пропорційності, паралельності, прямолінійності і безперервності виявляються в єдності. Наприклад, при дотриманні принципу пропорційності створюються об'єктивні передумови до безперервності біржових процесів, тому що це виключає непродуктивні витрати робочого часу, принцип теоретичного обґрунтування підводить теоретичну базу під процес організаційної будови фондових бірж.

Взаємозалежність і односпрямованість принципів організаційної будови фондових бірж, досягаючи кількісної пропорційності й одночасно створюючи передумови для безперервності виконання біржових операцій, ведуть їх до прямолінійності.

Облаштованість організаційної структури фондових бірж передбачає наявність підрозділів-елементів біржової системи, що створюють умови для належного виконання функціональних обов'язків кожним з них.

Принципи організаційної будови фондових бірж мають створювати певну надійність в організаційно-управлінських структурах, наділяти їх здатністю протистояти різним перешкодам, порушенням у роботі елементів біржової системи, що становлять основу її функціонування. Для цього в організаційній структурі біржі необхідно передбачити механізми саморегулювання, що спираються на законодавчу, нормативну базу, яка забезпечує безперебійність біржових процесів.

Провідна роль технічної і технологічної політики в галузі організаційної будови фондових бірж позначається й на визначенні складу біржових систем. Це системи торгівлі цінними паперами, біржових технологій, депозитарно-клірингових розрахунків, реєстрації, телекомунікації й інформації, наукових досліджень і експерименту, біржової безпеки, фінансово-аналітичної і матеріально-технічної служби.

Система торгівлі цінними паперами відповідає сформованим сьогодні типам фондового ринку. Основним технологічним елементом фондового ринку першого типу (ринку за заявками) є заявка на купівлю чи продаж цінних паперів. Технологія його функціонування заснована на аукціонній формі проведення торгів. Така модель ринку припускає використання фондової біржі в ролі біржової тор-

гової площі, що має характерну фізичну структуру і технологічні можливості. Функціонування біржової торгової площі прийнятне і тоді, коли технологічна процедура торгів у формі аукціону здійснена за допомогою відповідних програмних продуктів, основу яких складає комп'ютерна, електронна система збору заявок і укладення угод.

Другий тип ринку – ринок котирувань. Його технічні і технологічні можливості реалізуються на позабіржовому ринку цінних паперів. Основним технологічним елементом такого ринку є ціна купівлі чи продажу цінних паперів. Його функціонування побудоване на постійному інформуванні учасників ринку цінних паперів про пропозиції і заявлені ціни.

Позабіржова система торгівлі цінними паперами заснована на властивій їй фізичній структурі, логічній схемі будови, що не тільки створюють умови для реалізації функціональних можливостей, але водночас дозволяють використовувати різні варіанти організації системи позабіржової торгівлі різноманітними цінними паперами.

У межах системи торгівлі цінними паперами функціонує підрозділ по роботі з територіями, що формує і здійснює методичне керування територіальними відділеннями, організовує введення відомостей у базу даних «Територіальні відділення», підтримує контакти на міжнародному рівні, створюючи структурну ланку світового біржового простору.

Особлива роль у торговій системі відводиться діям по контролю за виконанням договорів. Система торгівлі цінними паперами, крім тієї, що здійснює процедуру реалізації цінних паперів, ще й стежить за виконанням договорів, а також відповідальна за формування бази даних «Контроль виконання договорів». Цією позицією вона пов'язана у своїх діях зі службою біржової безпеки. Тривале і стабільне функціонування біржового і позабіржового фондових ринків визначає безліч факторів політичного й економічного характеру. Однак їхня привабливість великою мірою залежить не тільки від їхнього устрою, технічної оснащеності, але головним чином – від регулюючих фондовий ринок правових і законодавчих норм, атмосфери довіри, гарантій виконання зобов'язань за угодами з цінними паперами і коштами.

Основне навантаження у функціонуванні системи торгівлі цінними паперами несе підрозділ *біржових технологій*. До його обов'язків входить: організація інвестиційних торгів, спеціалізованих конкурсів, розроблення нових біржових технологій торгівлі цінними паперами. З цією метою в базу даних вводяться відомості про види і умови конкурсів та торгів, цінні папери, інвесторів, розробляється методика і технологія їх проведення, апробуються нові прийоми виконання біржових операцій.

Підрозділи торгівлі цінними паперами й оформлення угод організують продаж цінних паперів, серед них і акцій, на спеціалізованих аукціонах. Співробітники цієї системи здійснюють організацію грошових аукціонів, реалізацію цінних паперів через посередників – професійних учасників ринку цінних паперів, а також пакетів акцій через територіальні фонди майна.

Інформаційна система. Матеріальною базою виконання відділами функціональних обов'язків складає *інформаційна система*, що має специфічну будову і відповідні програмні засоби.

Функціонально її доцільно поділити на дві частини: державну інформаційну підсистему й інформаційні підсистеми надання інформації інвестиційним інститутам, юридичним і фізичним особам, емітентам і професійним учасникам ринку цінних паперів.

Інформаційні підсистеми надання відомостей про стан на ринку цінних паперів інвестиційним інститутам — учасникам фондового ринку служать для прийняття адекватних рішень про здійснення операцій з цінними паперами. Тому інформація таких підсистем повинна бути доступна якомога більшій кількості користувачів шляхом поширення її через засоби масової інформації.

Обслуговуванням інформаційної системи займається підрозділ інформатики, що формує інформаційну базу даних, здійснює підтримання роботи інформаційної системи й організацію доступу користувачів до неї.

Особливо слід відзначити можливість інформаційної системи здійснювати захист від несанкціонованого доступу до її банку даних, використання і поширення відомостей.

Фінансово-аналітична служба контролює рух коштів і цінних паперів, проводить аналіз фінансового стану системи і прогнозує її розвиток. Аналітичні огляди можуть мати комерційний інтерес не тільки для учасників ринку цінних паперів, а й для широкої громадськості.

Система депозитарно-клірингових розрахунків, що знаходиться в тісному кореспондентському зв'язку з кредитними організаціями, поєднує два функціональних підрозділи структури біржового ринку цінних паперів: безпосередньо підсистему депозитарного обслуговування і підсистему клірингових розрахунків. У цілому призначення цієї системи зводиться до організації клірингових операцій за угодами з цінними паперами і за розрахунками коштами, а також депозитарним обслуговуванням учасників торгів.

Організаційна будова депозитно-клірингової системи заснована на сукупності структурних підрозділів з чітким розмежуванням функціональних обов'язків між ними. Наприклад, депозитарна підсистема заснована на логічній структурній схемі надання основних видів послуг.

Правила і техніка документообігу в депозитарній підсистемі встановлюють механізм допуску і звертання цінних паперів, умови їх збереження і депозитарного обліку, перелік і технологію виконання операцій. Опис прав і обов'язків учасників цього процесу входить окремим пунктом у документи, що регламентують діяльність депозитарно-клірингової системи. З цією метою розробляється порядок перевірки інформації на рахунках клієнтів, періодичності контролю і передачі її користувачам, а також порядок обслуговування клієнтських, операційних та інвентарних рахунків як щодо виконання функціональних обов'язків, так і запитів клієнтів та державних організацій.

Функціонально дії депозитарно-клірингової системи спрямовані не тільки на дотримання правил виконання взаємних зобов'язань, а й на надання послуг, пов'язаних зі збереженням і переходом прав власності по цінних паперах. У межах даної системи організована підсистема реалізації руху прав власності на цінні папери. Вона призначена для виконання операцій з прийняття на збереження чи вилучення з документообігу цінних паперів, а також операцій з передачі, надання й обмеження прав на них. Забезпечуючи фіксацію переходу прав власності

на цінні папери від продавця до покупця, система депозитарно-клірингових розрахунків функціонально пов'язана з іншою системою ринку цінних паперів – реєстраційною.

Система реєстратора являє собою сукупність відомостей, що дають підставу для ідентифікації власників цінних паперів з метою обліку майнових на цінні папери, зареєстровані на їхнє ім'я.

Дана система виконує функції ведення реєстру власників цінних паперів, здійснюючи їх відповідно до пропонуваних правил і вимог. Основу їх складає визначений порядок:

- здійснення записів у зв'язку з реєстрацією осіб - власників, номінальних власників чи заставоутримувачів;
- виконання операцій з особовими рахунками, технічних та інформаційних;
- розміщення, анулювання і погашення цінних паперів;
- облік прав зареєстрованих осіб і руху цінних паперів;
- внесення змін і вказівок на обтяження цінних паперів;
- надання відомостей зареєстрованим особам, уповноваженим і зацікавленим організаціям;
- запобігання несанкціонованого доступу до конфіденційної, службової і ділової інформації.

Таким чином, функціональні обов'язки системи реєстратора в структурі фондової біржі пов'язані з наданням послуг учасникам ринку. При цьому документообіг включає реєстраційні журнали з кожної категорії цінних паперів, рахунки зареєстрованих осіб і емітента, заяви, що є підставою для внесення записів до реєстру, запити власників цінних паперів і державних органів.

Телекомунікаційна система (глобальна і регіональна) та її підсистема захисту інформації спільно створюють умови функціонування систем структури фондових бірж. Технічно телекомунікаційна система являє собою комунікацію засобами зв'язку державного підпорядкування. Телекомунікаційна система у складі служб структури бірж має системоутворюючий характер, оскільки її структура інтегрованого транспортного середовища відповідає специфіці функціонального призначення, технічним характеристикам елементів, що входять до їх складу, сервісним можливостям. Крім цього, у межах структурного підрозділу її технічні можливості мають забезпечувати інтегрування в міжнародну систему зв'язку. Топологія мережі передачі даних, адресний план, структура будови і мережних технологій, засновані на принципах проектування мережі, вимогах до розміщення і монтажу комутаційного устаткування, сприяють вирішенню даної завдання.

З огляду на становище системи в структурі фондових бірж, її організація, будова й експлуатація в частині, що обслуговує учасників фондового ринку, повинна відповідати специфічним вимогам роботи в інформаційній системі, системі торгівлі цінними паперами, а також системах депозитарно-клірингових розрахунків, реєстратора і кредитних організацій. Це становить особливий інтерес з погляду можливості формування на основі телекомунікаційної системи і коштів автоматизації операцій із застосуванням нових програмних продуктів, телемеханіки і біржових технологій єдиного біржового простору фондового ринку.

Концепція його створення може бути заснована на об'єднанні фондових бірж на території країни в межах Єдиної фондової біржі України.

Метою проекту «Єдина фондова біржа України» є розроблення технології і комплексу програмно-технічних заходів, що забезпечують реалізацію інтересів учасників фондового ринку – держави, професіоналів ринку цінних паперів, емітентів та інвесторів на фондовому ринку України.

Проект визначає мету і завдання, призначення систем і вимоги до них, функціональні підрозділи і елементи організаційних структур, характеристику й опис як самої системи, так і підсистем інфраструктури, учасників операцій на ринку цінних паперів.

Місце і роль технічної і технологічної політики в організаційній будові фондової біржі як основного учасника ринку цінних паперів зумовлюють цілком визначені вимоги до її змісту. У технічному і технологічному плані організаційна будова структури фондових бірж поділяється на сукупність підрозділів:

- функціональних, що включають системи біржової і позабіржової фондової торгівлі, депозитарно-розрахункову систему і її підсистему реалізації руху прав власності на цінні папери, а також систему реєстратора;
- сервісних, представлених інформаційною системою;
- забезпечуючих телекомунікаційну систему і підсистему захисту інформації.

Таким чином, технічна і технологічна політика в організаційній будові фондових бірж, формуючи комплекс основних, сервісних підрозділів, що забезпечують створення механізму їх функціонування і вирішення завдань, що стоять перед біржами, залежить від характеру і взаємозв'язку елементів біржових структур, виду біржового фінансового інструмента, обсягу біржових послуг, рівня спеціалізації біржових операцій, що, у свою чергу, потребують відповідної технічної оснащеності сучасними засобами обчислювальної техніки, зв'язку й опрацювання інформації.

Технологічна політика в організаційній будові фондових бірж заснована на здійсненні взаємозалежних процесів, що забезпечують технологічну готовність бірж і її структурних підрозділів до надання послуг клієнтам відповідно до їх функціонального призначення. Сучасна економічна теорія і практика організаційної будови суб'єктів господарювання ще не виробила методологічних підходів, прийомів і вимог до організаційної будови фондових бірж та її структурних підрозділів. Вирішення цієї проблеми, на погляд багатьох учених, має спиратися на існуючі загальні правила організації з урахуванням специфіки й особливостей організаційних структур фондових бірж.

Мета технологічної політики в організаційній будові структур фондових бірж полягає у створенні технології їхнього формування. Досягнення мети здійснюється поетапно і підпадає під єдині правила, що передбачають використання стандартних технологічних прийомів на типових елементах біржових структур.

Під технологічною будовою організаційних структур фондових бірж розуміється сукупність методів їх створення шляхом зміни складу, кількості, форм і функціонального наповнення структурних елементів біржових одиниць.

Технологія будови біржових структур, як показало вивчення цього питання, у практиці функціонування фондових бірж України фактично відсутня. В основному через те, що формування фондових бірж відбувалося без наукового й економічного обґрунтування з наступним коректуванням організаційної структури відповідно до черговості виникнення потреб у тих чи інших функціональних

підрозділах. Вважаємо, що розроблення документації за технологією організаційної будови структур фондових бірж має здійснюватися в три етапи.

Насамперед необхідно провести організаційно-технічний аналіз і класифікацію елементів існуючих організаційних структур фондових бірж, виявити особливості їх будови.

На другому етапі – розробити загальну схему технологічної будови організаційних структур фондових бірж, побудувати структуру функціональних підрозділів і служб, сформулювати основні положення організації і керування процесом будови, здійснити уніфікацію і стандартизацію форм і видів документації, скласти методичні рекомендації і стандарти біржі на систему класифікації і кодування техніко-економічної інформації.

Наступним етапом технологічної будови організаційних структур фондових бірж є розроблення інформаційної моделі будови організаційних структур, робочої документації для проектування і створення програмного продукту, за допомогою якого здійснюється макетування структури біржі з типізацією і стандартизацією елементів організаційних структур.

Організаційні положення відділів, служб і груп, посадові інструкції фахівців і службовців є своєрідним продуктом цього етапу технологічної будови організаційних структур фондових бірж.

У ході здійснення технологічної політики остаточно зважуються питання, пов'язані зі створенням бірж і забезпеченням можливостей вирішувати основні завдання їх функціонування як організаторів торгівлі на ринку цінних паперів. До переліку робіт їх технологічної будови входить і розроблення «технологічної» документації, і маршрути її руху з описом процесів, що обслуговуються, нормуванням чисельності фахівців і службовців, їх посадових обов'язків і міри відповідальності.

На цьому етапі технологічної будови організаційної структури фондових бірж формується організаційна, управлінська і штатна структура з розрахунком чисельності фахівців і службовців біржі.

Під час розроблення організаційних документів необхідно звернути увагу на маршрут руху документації між відділами і службами біржі, оскільки на цьому етапі встановлюється послідовність їх проходження по підрозділах. Складання документів і формування документального потоку здійснюється на основі правил обертання документів усередині групи, служби, відділу, а маршрути їх руху будуються на принципах безперервності, прямолінійності і пропорційності. В умовах сучасних фондових бірж за відносно невисокого ступеня поділу праці розроблення маршрутів руху документації по функціональних підрозділах, на наш погляд, є необхідною умовою для виконання біржею основних завдань з надання послуг клієнтам.

Проектування технічного оснащення технологічної будови організаційних структур фондових бірж здійснюється в межах формування технічної бази, що створює матеріальну основу біржі. Готовність біржі до регулярного функціонування визначається так званим спробним запуском, у процесі якого під час імітації біржових операцій, максимально наближених до реальної дійсності, виявляються недоліки і неточності як у постановці завдань на різних стадіях створення біржі, так і у виконанні конкретних видів робіт.

Слід зазначити, що скорочення термінів технологічної будови організаційних структур фондових бірж залежить від зниження трудомісткості операцій на етапах підготовки до їх формування. Цьому сприяє застосування типових елементів у біржових операціях, уніфікація документів і організація їх групового опрацювання. Неабияке значення має виключення дублювання робіт, що досягається шляхом створення і використання контрольних-пошукових систем у межах інформаційного блоку.

Максимальне прискорення процесу технологічної будови організаційних структур фондових бірж можна досягти автоматизацією їх проектування. Цього досягають за допомогою класифікації елементів організаційних структур, групуванням елементів за технологічною приналежністю й ознаками у структурні блоки, проектуванням маршрутів руху документів, що істотно скорочує не тільки час будови, але підвищує якість цієї роботи і створює об'єктивні передумови для ефективного функціонування фондових бірж.

Автоматизація проектування технологічної будови організаційних структур фондових бірж розпадається на дві частини:

- автоматизація інформаційного забезпечення;
- автоматизація проектування.

У свою чергу, автоматизація процесу інформаційного забезпечення заснована на інформаційно-прогностичній системі. Головним чином вона використовується для нагромадження інформації про технологічну будову організаційних структур фондових бірж з метою складання планів і прогнозів щодо їх удосконалення і модернізації.

Система автоматизації проектування технологічної будови організаційних структур фондових бірж служить для конструювання технологічних операцій і формування матеріально-технічної бази їх здійснення.

Проектування технологічних процесів будови організаційних структур фондових бірж зводиться до:

- планування розміщення устаткування на площі, займаній структурними одиницями — відділом, службою, групою;
- вибору організаційно-технічного устаткування;
- нормування витрат праці і матеріальних ресурсів.

Технологічна будова організаційних структур фондових бірж передбачає, наприклад:

- використання типових елементів у біржових операціях;
- уніфікацію документів;
- стандартизацію в правилах оформлення документів;
- організацію групового опрацювання документів.

Використання типових елементів у біржових операціях являє собою процес, що характеризується єдністю змісту і послідовністю його здійснення для однотипних фінансових інструментів. Наприклад, виконання операцій з облігаціями республіканської позики й однотипних фінансових інструментів.

Широкі можливості закладені в застосуванні способу групового опрацювання документів. Він заснований на комплектуванні (групуванні) документів за спільністю не тільки форми представлення, а й технології оформлення та виконання елементів біржових операцій. Розроблення такого напрямку дозволить

підвищити якість наданих послуг, ефективність у використанні устаткування, продуктивність праці виконавців, а також скоротити час на обслуговування однієї заявки.

У здійсненні технічної політики неабияке значення приділяється роботі з уніфікації біржової документації. Показниками, що характеризують доцільність розвитку цього напрямку технологічної будови організаційних структур фондових бірж, є кількість документів, що одночасно знаходяться на робочих місцях, і час на їх опрацювання.

Звертає на себе увага і застосування прийомів уніфікації та стандартизації в матеріальному оснащенні біржових процесів. На практиці це зводиться до компонування устаткування на основі принципу функціональної належності, його місця і ролі в здійсненні біржових операцій.

У підсумку удосконалювання, модернізації і відновлення матеріально-технічної бази біржі буде зводитися до процесу підбору устаткування, а іноді – його стандартизованих одиниць. Результат виконання робіт у цьому напрямку дозволить підвищити ефективність використання устаткування, ступінь його завантаження і швидкість опрацювання інформації.

У період технологічної будови організаційних структур фондових бірж розробляються прийоми їх створення, оснащення робочих місць, груп, відділів і служб, вибір засобів збереження документів і матеріальних цінностей.

Технологічна будова організаційних структур фондових бірж може бути здійснена одним зі способів: лінійним, функціональним, лінійно-функціональним із застосуванням методу аналогій, зіставлень, заміни, послідовних підстановок, підбору елементів структурних підрозділів.

Тому проектування процесу технологічної будови організаційних структур фондових бірж супроводжується вибором устаткування і режиму його експлуатації, розрахунком витрат робочого часу, матеріалів та інших елементів, властивих біржовим послугам.

Проектування процесу технологічної будови організаційних структур фондових бірж, варто починати зі складання загального переліку операцій і розроблення послідовності їх виконання.

Згідно з цим документом за кожним структурним підрозділом закріплюються визначені види операцій відповідно до спеціалізації, місця і ролі в організаційній структурі біржі. Потім для кожного відділу, служби чи групи розробляється документація – інструкції, зміст яких зводиться до вказівок з виконання біржових операцій і їх елементів.

Одним з основних завдань у реалізації технологічної політики в організації і будові фондових бірж є вибір способу виконання біржових операцій. Необхідність цієї роботи визначається тим, що сучасна техніка і біржові технології дають змогу здійснювати ту саму операцію різними методами.

Вибираючи найбільш прийнятний спосіб виконання біржових операцій, необхідно знайти оптимальне вирішення багатьох завдань у галузі техніки, технології, економіки й організації будови фондових бірж, що згодом зведеться до оптимізації організаційної структури біржі. У підсумку це має забезпечити підвищення продуктивності праці і якості операцій при найбільш низькій їх собівартості. Кращий варіант можна прийняти як типовий для конкретних умов

функціонування біржі й існуючих фінансових інструментів. Вони дозволяють установити однаковість способу опрацювання однотипних фінансових інструментів і застосовуваної біржової технології, створюють умови для скорочення матеріальних і трудових витрат.

Таким чином, проектування процесу технологічної будови організаційних структур фондових бірж здійснюється за наступними напрямками:

- формування переліку операцій і їх послідовності;
- розроблення інструкцій з визначення способу виконання біржових операцій для різних фінансових інструментів.

Технологічна політика передбачає також розроблення проектів технологічного оснащення біржі. Це трудомістка і дорога робота, що, як правило, поєднується з реконструкцією і технічним переоснащенням біржі.

Відправною точкою в роботі з технологічної будови організаційних структур фондових бірж є розроблення документів на виконання біржових операцій. Головне завдання при цьому бачимо в наступному:

- розробленні біржових технологій;
- забезпеченні коштами технологічного оснащення;
- організації і управлінні процесом технологічної будови організаційних структур.

У результаті цієї роботи мають бути вироблені правила забезпечення технологічності процесу будови організаційних структур. Зміст цих правил зводиться до здійснення функції підготовки організаційної будови фондових бірж. Вони сприяють взаємозалежному вирішенню проектних і технологічних завдань виконання біржових операцій, що спрямовані на підвищення продуктивності праці, досягнення оптимальних трудових і матеріальних витрат, скорочення часу на технічне обслуговування.

Забезпечення технологічності процесу будови організаційних структур фондових бірж включає кількісну оцінку, що ґрунтується на показниках, які характеризують трудомісткість виконання операцій, собівартість, вартість і тривалість технічного обслуговування, ступінь уніфікації і стандартизації устаткування. Ці відомості використовуються в процесі оптимізації технологічних рішень на стадії організаційної будови, розроблення технічної документації, при ухваленні рішення про спосіб виконання біржових операцій, аналіз результатів, розроблення заходів щодо удосконалювання прийомів і способів технологічної будови. Оцінювання технологічності процесу залежить від виду фінансового інструменту і ступеня складності виконуваних операцій, їх кількості.

Технологічність операцій має забезпечити зниження:

- трудомісткості і собівартості біржових операцій;
- вартості технічного обслуговування операцій;
- матеріальних витрат.

Роботи зі зниження собівартості біржових операцій супроводжуються підвищенням їх обсягу і підвищенням «серійності» фінансових інструментів, використанням стандартних технологічних прийомів.

Зниження вартості технічного обслуговування припускає використання таких конструктивних рішень, що дозволяють знизити витрати на проведення підготовки до здійснення біржових операцій.

Комплекс робіт зі зниження матеріалоемності технологічної будови організаційних структур фондових бірж включає:

- застосування економічних матеріалів у технічному обслуговуванні фондових бірж;
- конструювання управлінських рішень, що дозволяють підвищити якість функціонування відділів, служб, груп;
- розроблення раціональної схеми елементів структурних підрозділів, що забезпечує скорочення витрат матеріальних ресурсів.

Здійснення технологічної будови організаційних структур фондових бірж на практиці проходить через дві стадії – проектну й експлуатаційну.

На стадії проектування організаційних структур їх технологічність виявляється у скороченні витрат часу і коштів на виконання біржових операцій, а під час експлуатації – у скороченні трудомісткості і матеріалоемності робіт, пов'язаних з технічним обслуговуванням.

Технологічність організаційних структур значною мірою залежить від виду фінансового інструменту, обсягу виконуваних біржових операцій, величини документообігу. Оцінювання технологічності засноване на методі порівняння, що дає можливість обґрунтовано вибрати оптимальний варіант будови організаційних структур.

Оцінити технологічність організаційних структур можна з якісного і кількісного погляду. Критерії якісного оцінювання характеризують технологічність структур експертним способом на підставі досвіду експертів, аналітиків і практиків.

Якісне оцінювання передує кількісному і визначає його доцільність щодо трудомісткості цієї роботи.

Кількісне оцінювання технологічності виражається показниками, значення яких характеризує рівень наведених витрат порівнюваних варіантів, набір елементів виробничих підрозділів, відділів, служб. Кількісне оцінювання технологічності організаційних структур раціональне тільки за наявності ознак, що впливають на них.

Таким чином, при здійсненні технічного оснащення й обслуговування біржових процесів, застосуванні схеми керування і раціонального способу надання біржових послуг зважуються завдання будови організаційних структур фондових бірж.

Варто врахувати, що вибір оптимального варіанта організаційної будови фондових бірж необхідно здійснювати з урахуванням умов їх функціонування – ступеня стійкості, фінансової стабільності, доступності і для інвесторів, і для емітентів. Так, на біржах зі значними оборотами і великою розмаїтістю представлених до торгів цінних паперів, як правило, є всі можливості для вирішення завдання оптимізації їх структури. У цьому випадку кожен елемент витрат може бути розрахований з високим ступенем точності.

В основі розрахунків лежить метод визначення витрат на будову організаційної структури біржі і тих елементів, що змінюються під час проектування, компонування, моделювання. Закінчені результати проектування організаційних структур фондових бірж оформляються спеціальною документацією.

Стосовно фондових бірж таким документом може бути, наприклад, технологічний регламент, у якому буде даний опис біржових операцій, основних пара-

метрів, етапів, режимів і порядку їх здійснення. У ньому представлений опис фінансового інструменту, перелік і характеристика вихідних даних, елементів операції та умови її виконання.

Однією з вимог будови організаційних структур фондових бірж є здійснення матеріальної й організаційної підготовки. Матеріальна підготовка передбачає придбання, монтаж і налагодження устаткування, пристосувань, видаткових матеріалів, тобто забезпечення будови всіма матеріально-технічними ресурсами. Організаційна – включає, насамперед, удосконалювання організації виробництва і праці та пристосування їх до умов функціонування біржі і її виробничих підрозділів. До організаційної підготовки також відноситься підбір фахівців, внесення коректив у структуру апарату керування, ієрархічний і функціональний поділ праці.

Це дає можливість сформулювати комплекс вимог до технологічної політики організаційної будови фондових бірж. По-перше, вона повинна безупинно вдосконалюватися на основі досягнень науки і техніки. По-друге, створюючи умови для досягнення основної мети, забезпечувати єдиний системний підхід до вибору технологічних прийомів виконання біржових операцій. По-третє, сприяти застосуванню методів і оцінок технологічної підготовки будови організаційних структур, демонструючи високу готовність до технічного прогресу, безупинне вдосконалення, швидку адаптацію до економічних умов і переорієнтацію на обслуговування нових фінансових інструментів.

Діяльність фондової біржі з розвитку її матеріально-технічної бази, удосконалення прийомів праці і керування створює умови для проведення єдиної технічної політики в організаційній будові. Вона включає:

- здійснення прикладних досліджень, пов'язаних з удосконаленням схем організації і керування, техніки і технології виконання біржових операцій;
- проектування технологічного і технічного оснащення біржової діяльності;
- розроблення регламентів будови організаційних структур фондових бірж;
- придбання устаткування і матеріально-технічне забезпечення;
- підготовку, перепідготовку і підвищення кваліфікації кадрів;
- розроблення норм і нормативів організаційної структури апарату керування.

Технічна підготовка організаційної будови структур апарату управління фондовою біржею передбачає:

- вивчення характеру діяльності біржі і її поточного фінансово-економічного стану;
- формулювання мети і завдань, що виникають при керуванні біржею;
- визначення кола управлінських функцій, необхідної чисельності персоналу і технічних коштів керування біржею;
- встановлення складу функціональних підрозділів і посадових осіб фондової біржі, розподіл функцій і обсягу робіт з підрозділів;
- регламентацію функціональних, фінансових та інформаційних зв'язків між підрозділами і підпорядкованість підрозділів між собою.

Організаційно-економічна структура фондової біржі залежить від виконуваних нею функцій, сукупність яких визначає кількість підрозділів біржі. При цьому ефективність керування залежить не тільки від досконалості структури керування, а й від відповідності й оптимальності організації функціональних підрозділів.

Відповідно до теорії організації при будові організаційної структури важливо, щоб розмір і функції підрозділів фондової біржі мали оптимальне співвідношення. Виконання цієї умови дозволяє зменшити кількість керівників, скоротити й упорядкувати потік інформації, використовуюваної в процесі керування. Важливість цих дій зумовлена тим, що процес керування насамперед являє собою процес засвоєння інформації. Таким чином, організаційна будова структури керування забезпечує упорядкування змісту і обсягу інформації, а також спрямованості інформаційних потоків.

Технічна підготовка організаційної будови фондової біржі ґрунтується на визначенні співвідношення значень основних параметрів, що характеризують організаційну структуру біржі. Як вихідні дані в організаційній будові структур фондових бірж можна виділити:

- $K_{\text{соот}}$ – коефіцієнт відповідності, що визначає співвідношення кількості підрозділів (штатного складу фахівців), що виконують роботу з різних функціональних напрямків діяльності фондової біржі;
- $K_{\text{ст}}$ – коефіцієнт структурованості організаційної структури фондової біржі, під яким розуміють кількість рівнів керування організацією;
- $K_{\text{м}}$ – коефіцієнт мультиплікативності, під цим параметром розуміють кількість підрозділів, що відповідають кожному рівню керування.

Значення цих параметрів дає змогу побудувати організаційну структуру фондової біржі і визначити рекомендації з формування штатного складу її фахівців.

У теорії організації для будови організаційних структур застосовують методи, серед яких найбільш відомими є наступні:

- *Метод аналогій.* При цьому організаційна структура новостворюваної компанії проектується аналогічно до структури успішно працюючої компанії.
- *Експертний метод.* Аналізується існуюча організаційна структура, а потім, з урахуванням думок експертів, здійснюється чи вдосконалюється її перебудова.
- *Метод структуризації мети* передбачає попереднє визначення мети керування, її графічне розгортання в систему (дерево мети).
- *Метод графічного моделювання процесів керування.* У цьому методі процеси керування і зв'язки між підрозділами системи зображуються графічно як оперограми, документальні потоки, лінійні графіки. Цей метод є допоміжним, він полегшує аналіз організаційної структури.
- *Метод математичного моделювання* заснований на формалізації розподілу повноважень і відповідальності в організаційній структурі, встановленні кількісних критеріїв ступеня раціональності структури на основі аналізу функцій і взаємозв'язку підрозділів.

Однак до цього часу ні в теорії, ні в практиці не було запропоновано методів визначення й оцінювання кількісних значень наведених вище параметрів для фондової біржі. Тому для обчислення значень параметрів $K_{\text{ст}}$, $K_{\text{м}}$ і $K_{\text{соот}}$ у цій роботі будуть істотно модифіковані, використовувані раніше, методики і розроблені принципово нові способи для кількісного оцінювання параметрів, що визначають організаційну структуру фондової біржі.

Морфологічний метод проектування в організаційній будові фондових бірж. З метою технічної підготовки організаційної будови фондової біржі та визначення значень параметрів, що характеризують організаційну структуру фондової біржі, був

розроблений морфологічний метод евристичного проектування. Суть методу полягає в наступному:

- визначаються основні напрямки роботи фондової біржі;
- з кожного напрямку роботи формується перелік заходів, виконуваних у межах даного функціонального напрямку;
- будується «морфологічна шухляда», матриця, що містить у собі всю сукупність заходів за всіма напрямками роботи біржі;
- формуються морфологічні ланцюжки, тобто встановлюються зв'язки між різними заходами різних напрямків роботи біржі. Під «установленням зв'язків» між різними заходами розуміють наступне: якщо виконується якийсь захід, то встановлюється, які інші заходи мають бути виконані для якісного виконання вихідного заходу;
- підраховується загальна кількість повторень кожного заходу щодо всіх морфологічних ланцюжків. Відношення отриманих чисел якісно вказуватиме на ступінь потреби кожного заходу і всього напрямку в роботі біржі;
- розраховується коефіцієнт відповідності, що визначає співвідношення кількості підрозділів (штатного складу фахівців), що виконують роботу з різних функціональних напрямків діяльності біржі ($K_{\text{соот}}$).

Як основні напрямки роботи фондової біржі, що визначають її функції організатора торгівлі на ринку цінних паперів, можна виділити наступні:

- формування складу учасників торгових сесій (p_1);
- формування складу фінансових інструментів – цінних паперів (p_2);
- проведення торгових сесій (p_3);
- здійснення передторгівельного обслуговування (p_4);
- здійснення післяторгівельного обслуговування (p_5).

Далі визначаються заходи, що виконуються в межах кожного з напрямків роботи фондової біржі:

- а) формування складу учасників торгових сесій (p_1) припускає:
 - перевірку юридичного права учасника торгової сесії, що займається професійною діяльністю на ринку цінних паперів (p^1_1);
 - перевірку відповідності фінансово-економічного стану учасників торгових сесій вимогам, що ставляться до них статутом і регламентом фондової біржі (p^2_1);
 - моніторинг ділової репутації учасників торгівлі на ринку цінних паперів (p^3_1).
- б) формування складу фінансових інструментів (цінних паперів) (p_2) припускає:
 - формування лістингу фондової біржі (p^1_2);
 - постійне відстеження відповідності фінансово-економічного стану емітентів вимогам фондової біржі (p^2_2);
 - перевірку виконання емітентами лістингових вимог (p^3_2).
- в) проведення торгових сесій (p_3) припускає:
 - забезпечення рівноправності всіх учасників у процесі торгової сесії (p^1_3);
 - контроль за дотриманням усіма учасниками правил проведення торгової сесії (p^2_3);
 - забезпечення оперативності укладання угод (p^3_3);
 - забезпечення надійності укладання угод (p^4_3).
- г) здійснення передторгівельного обслуговування (p_4) супроводжується:

- забезпеченням резервування коштів на торгових рахунках учасників торгівлі (p^1_4);
 - забезпеченням депонування цінних паперів на рахунках депо учасників торгівлі (p^2_4);
 - контролем наявності необхідного мінімуму коштів і цінних паперів на зазначених рахунках (p^3_4).
- д) здійснення післяторгового обслуговування (p_5) включає:
- забезпечення оперативності проведення клірингу учасників торгівлі після закінчення торгової сесії (p^1_5);
 - забезпечення виконання взаємних зобов'язань учасників торгівлі по коштах (p^2_5) і цінних паперах (p^3_5).

Таблиця № 4.16 дозволяє оцінити ступінь потрібності і важливості різних заходів у процесі діяльності фондової біржі. Відповідно до отриманих результатів, найбільш важливим видом діяльності, що її має здійснювати фондова біржа, є перевірка біржею відповідності фінансово-економічного стану учасників торгових сесій вимогам, що ставляться до них як до учасників торгів на біржі.

Дуже важливими заходами також є забезпечення надійності укладання угод і, як наслідок, контроль наявності необхідного мінімуму зарезервованих коштів і цінних паперів на спеціальних рахунках.

Таблиця № 4.16.

Властивість	Назва заходів	Частота (в %)
p^2_1	Перевірка відповідності фінансово-економічного стану учасників торгових сесій вимогам фондової біржі;	56
p^4_3 p^3_4	Забезпечення надійності укладання угод; Контроль наявності необхідного мінімуму зарезервованих грошових засобів і цінних паперів на спеціальних рахунках;	
p^3_1 p^2_2 p^2_3 p^1_4	Моніторинг ділової репутації учасників торгівлі; Перевірка відповідності фінансово-економічного стану емітента вимогам лістингу; Контроль за дотриманням всіма учасниками правил торгової сесії;	
p^2_4 p^2_5 p^3_5	Забезпечення резервування грошових коштів на торгових рахунках учасників торгів; Забезпечення депонування цінних паперів на рахунках депо учасників торгівлі; Забезпечення взаємних обов'язків учасників торгівлі по грошових засобах; Забезпечення взаємних обов'язків учасників торгівлі по цінних паперах;	
p^1_1 p^1_2 p^3_2 p^1_3 p^3_3 p^1_5	Перевірка юридичного права займатися професійною діяльністю на ринку цінних паперів; Формування лістингу фондової біржі; Перевірка виконання емітентом правил перебування в лістингу; Забезпечення рівноправності всіх учасників у ході торгової сесії; Забезпечення оперативності укладання угод; Забезпечення оперативності проведення клірингу.	

Важливе значення мають заходи, які можна охарактеризувати як дотримання регламенту проведення торгів, а також передторгової підготовки і післяторгового обслуговування. Вимоги до якості цінних паперів, якими торгують на біржі, також можна віднести до заходу, що має середнє за важливістю значення.

До показників, що мають менш важливе значення для функціонування фондової біржі (значення нижче середнього), варто віднести питання організації оперативного проведення торгових сесій і післяторгового обслуговування, а також дотримання юридичних норм участі в торгових сесіях.

Таблиця № 4.17.

Значення різних напрямків діяльності фондової біржі
в будові організаційної структури

Параметр	Найменування параметрів	Ступінь важливості
P_1	Формування складу учасників торгових сесій	26,2
P_2	Формування складу цінних паперів, якими ведеться торгівля	12,5
P_3	Проведення торгових сесій	22,5
P_4	Забезпечення передторгового обслуговування	22,8
P_5	Забезпечення післяторгового обслуговування	16

Введемо середньозважені значення частоти повторюваності різних заходів, зробимо нормування на 100 з наступним підсумовуванням за всіма заходами, що відносяться до того самого напрямку діяльності фондової біржі. У результаті одержимо таблицю важливості значень різних напрямків діяльності фондової біржі для організаційної будови структурних підрозділів.

Отримані результати дозволяють визначити кількість підрозділів і штат співробітників, що мають бути задіяні на основних напрямках роботи фондової біржі. Звідси співвідношення кількості підрозділів (штатного складу фахівців), що виконують роботу з різних функціональних напрямків діяльності фондової біржі, через показник ($K_{\text{соот}}$) можна оцінити таким способом.

Таблиця № 4.18.

Масив значень коефіцієнта відповідності ($K_{\text{соот}}$)

Формування складу учасників торгових сесій	2
Формування складу цінних паперів, якими торгують	1
Проведення торгових сесій	2
Забезпечення передторгового обслуговування	2
Забезпечення післяторгового обслуговування	1

Аналого-математичний метод структурно-цінового аналізу організаційної будови фондової біржі. Важливими показниками, що характеризують організаційну структуру фондової біржі, є:

- кількість рівнів керування. Своє чисельне вираження цей параметр знаходить у коефіцієнті структурованості організаційної структури (K_{ct});
- кількість підрозділів, що відповідають кожному рівню керування фондовою біржею (K_m).

При технічній підготовці проектування організаційної структури фондової біржі й одержанні кількісних рекомендацій з її будови (оцінюванні значень коефіцієнтів K_{ct} і K_m) як основа була використана математична модель фондової біржі, будована на використанні емпіричних даних. Причому при будові математичної моделі і її аналізі був використаний комбінований метод, що включає елементи різних методик, які застосовуються при аналізі організаційної структури.

Для будови математичної моделі фондової біржі необхідно знати параметри, використовувані у формулах для розрахунку основних характеристик її організаційної структури. До них відносяться: коефіцієнт, що враховує вид і частоту зв'язків керівника з підлеглими, кількість взаємозв'язків у системі керівник – підлеглий, середня норма керуваності для керівників різного рівня. Для розрахунку цих характеристик можна використовувати наявні емпіричні дані, що характеризують успішно працюючі фондові біржі. Такий підхід характерний для методу аналогій.

Складність розв'язуваного завдання, неоднозначність його постановки і відсутність детермінованості використовуваних залежностей дозволяють розглядати діапазони прийнятних значень істотних коефіцієнтів, формалізуючи при цьому розподіл повноважень і відповідальності в організаційній структурі та встановлюючи кількісні критерії ступеня раціональності структури.

Інакше кажучи, для аналізу отриманих результатів використовується метод багатоваріантності вибору і діапазону вірогідності отриманих результатів, що є особистим випадком методу математичного моделювання.

При цьому будова результативної моделі припускає виділення як основної, пріоритетної мети функціонування фондової біржі, так і допоміжних завдань. Структура фондової біржі будується відповідно до графіка мети таким чином, щоб, з одного боку, забезпечити виконання мети і завдань, а з другого – домогтися того, щоб при цьому кожна функціональна ланка виконувала одну чи кілька взаємозалежних функцій. Такий підхід до вивчення поставленого завдання характерний для методу структуризації мети.

Таким чином, як метод, що застосовується для технічної підготовки проектування організаційної структури фондової біржі й одержання кількісних рекомендацій з її організаційної будови (оцінюванні значень коефіцієнтів K_{ct} і K_m), розроблений комплексний підхід, що поєднує у собі елементи математичного моделювання, методу аналогій і структуризації мети. Цей метод надалі будемо називати аналого-математичним методом структурно-цілового аналізу організаційної будови фондової біржі, чи «АМСЦ-метод». Звичайно галузь застосування цього методу може бути набагато ширшою, ніж використання для аналізу будови організаційних структур фондових бірж.

В АМСЦ-методі для визначення чисельності працюючих в апараті керування використовують норми керованості. При розрахунку норм керованості застосовується емпірична залежність

$$H = \kappa \cdot \sqrt{\frac{4 \cdot B - 2 \cdot (P^2 + P)}{3}}, \quad (1)$$

де H – норма керованості,
 κ – коефіцієнт, що враховує вид і частоту зв'язків керівника з підлеглими,
 P – кількість взаємозв'язків у системі керівник – підлеглий,
 B – кількість проблем чи груп питань, що розв'язуються у функціональному підрозділі.

Для оцінювання кількості рівнів керування (коефіцієнта структурованості) використані формули, з яких найбільш простою є формула єдиної норми керованості. Таку назву вона одержала тому, що для всіх рівнів керування в обраній функції керування значення норми керованості є однаковим. У такому разі формула матиме вигляд:

$$n_i = \lg(R_i) / \lg(H_i), \quad (2)$$

де n_i – кількість рівнів керування, коефіцієнт структурованості за i -функцією керування,

R_i – чисельність виконавців за i -функцією керування,

H_i – норма керованості, коефіцієнт мультиплікативності за i -функцією керування.

Однак така формула може бути використана лише для грубого, попереднього оцінювання кількості керування, оскільки більш ймовірна ситуація, коли значення норми керованості для різних рівнів керування буде різним. Тому для оцінювання параметрів, що характеризують фондову біржу як організаційну структуру, більш правильно застосувати формулу розрахунку рівнів лінійного керівництва. Ця формула має наступний вигляд:

$$n = (\lg R_0 - \lg H_{yn} + \lg H_{yb}) / \lg H_{yc}, \quad (3)$$

де n – кількість рівнів лінійного керівництва, коефіцієнт структурованості;

R_0 – загальна чисельність працюючих на біржі людей;

H_{yn} – середня норма керованості для керівників нижчого рівня;

H_{yb} – середня норма керованості для керівників вищого рівня;

H_{yc} – середня норма керованості по організації.

Розглянемо докладніше математичні прийоми, що використовуються для одержання результатів. Труднощі розв'язання поставленої задачі полягають у тому, що наведені вище формули використовуються для вирішення зворотної задачі. Причому у багатьох випадках (наприклад, щодо кількості рівнів керування) необхідне виділення цілого чисельного результату. Тому як математичний метод використовується метод розв'язання трансцендентних рівнянь. Для розв'язання рівнянь типу $f(x) = 0$ розроблено багато різних ітераційних методів. Суть цих ме-

тоді полягає в наступному. Нехай відома досить мала область, у якій міститься єдиний корінь $x = a$ рівняння:

$$f(x) = 0.$$

У цій області вибирається точка x_0 – початкове наближення кореня, досить близька до шуканого кореня $x = a$, і за допомогою деякого рекурентного співвідношення:

$$x_k = \Phi_k(x_0, x_1, \dots, x_{k-1}),$$

будується послідовність точок x_1, x_2, \dots, x_n , що зводиться до $x = a$.

Подібна послідовність забезпечується відповідним вибором функції Φ_k і початкового наближення x_0 . Вибираючи різними способами функцію Φ_k , що залежить від $f(x)$ і загалом від номера k , можна одержати різні ітераційні методи.

Найчастіше за функцією $f(x)$ будують таку функцію Φ_k , де шуканий корінь $x = a$ вихідного рівняння стає коренем рівняння:

$$X = \Phi(X).$$

Потім, виходячи з деякого початкового наближення x_0 , за допомогою співвідношення:

$$x_n = \Phi(x_{n-1}) \quad (n = 1, 2, \dots)$$

будується послідовність x_n . У цьому випадку функція Φ не залежить від номера k , і методи такого типу називаються стаціонарними.

Найпростішими ітераційними методами є метод січних і метод Ньютона. У методі січних як функцію Φ вибирається функція виду:

$$x = \Phi(x) = x - \frac{x - x_0}{f(x) - f(x_0)} \cdot f(x).$$

У методі Ньютона ця функція має вигляд:

$$x = x - \frac{f(x)}{f'(x)} \equiv \Phi(x).$$

При розв'язанні задач, необхідних для математичного обґрунтування прийомів організаційної будови фондових бірж, метод січних вважаємо важливішим, тому що він більш простий для програмування.

Кількість працюючих в апараті управління є важливим чинником, що визначає організаційну структуру фондової біржі. Кількість і структура апарату управління мають відповідати обсягу і характеру робіт та визначатися змістом функцій, виконуваних фондовою біржею. Ці функції, у свою чергу, визначають спеціалізацію і кількість підрозділів, ступінь їх завантаження, зміст інформаційних потоків, зв'язку між функціональними підрозділами.

Для будови організаційної структури важливо, щоб розмір функціональних підрозділів був оптимальним, а процес їх функціонування — замкнутим. Укрупнення функціональних підрозділів приводить до зменшення числа керівників, скорочення й упорядкування потоку інформації, що використовується в процесі управління. Однак таке укрупнення не повинне відбуватися штучно, організаційна структура фондової біржі має відповідати її функціональній структурі.

Особливу роль у формуванні структури апарату управління відіграють норми керованості: адже крім чисельності працюючих у функціональних підрозділах вони дають можливість визначити кількість керівників різного ступеня підпорядкованості, а отже, і кількість структурних підрозділів фондової біржі. Питання визначення оптимальної норми керованості для організаційних структур, що є специфічними для ринкової системи господарських відносин, дотепер залишалися поза полем зору українських дослідників.

Організаційну структуру Токійської фондової біржі характеризують такі основні ознаки:

- норма управління для президента біржі, його заступників, виконавчих директорів і керівників функціональних підрозділів знаходиться в діапазоні від 2 до 3;
- норма управління для керівників нижчої ланки має значення від 10 до 30;
- структура забезпечує вирішення 15–20 груп питань чи проблем;
- чисельність виконавців з кожного напрямку діяльності біржі становить від 80 до 100 фахівців.

Ці величини дозволяють оцінити основні чисельні параметри, що характеризують організаційну структуру фондової біржі.

Аналіз почнемо з визначення коефіцієнта, що враховує вид і частоту зв'язків керівника з підлеглими (k). При визначенні цього коефіцієнта використовується формула для обчислення норм керованості [1]. Оскільки в цій формулі величина P повинна мати ціле числове значення, то коефіцієнт k можна визначити, використовуючи масиви даних для набору різних діапазонів параметрів.

Результат аналізу даних показав, що діапазонам цілих числових вирішень для параметрів, які характеризують управлінську структуру біржі, відповідають наступні значення коефіцієнта, що враховує вид і частоту зв'язків керівника з підлеглими (k):

- для керівників 1-ї ланки $k = 0,5$;
- для керівників 2-ї ланки $k = 0,8-1$;
- для керівників 3-ї ланки $k = 1,6-2,1$.

Ці значення коефіцієнта k будуть використані надалі для визначення норми управління у запропонованій моделі фондової біржі.

Іншим важливим показником, що використовується при аналізі організаційної структури фондової біржі, є кількість рівнів управління (n) чи, як його називають, коефіцієнт структурованості (K_{cm}). Для визначення цього показника можна використовувати різні формули. Найбільш простою з них є формула єдиної норми керованості [2]. Так вона називається тому, що для всіх рівнів керування за обраною функцією управління значення норми керованості приймається однаковим. При цьому необхідно мати на увазі, що з усієї сукупності рішень необхідно вибрати цілі значення параметра n . Аналіз результатів показав, що ціле числове значення для n буде мати місце при наступних діапазонах параметрів R_i (чисельності виконавців за i -функцією управління) і H_i (нормі управління, коефіцієнті мультиплікативності за i -функцією керованості).

При характерних значеннях норми управління (K_M) для фондових бірж, що дорівнює 2-3, одержуємо загальну кількість рівнів управління (коефіцієнт структурованості, K_{CT}) залежно від кількості співробітників, що виконують роботу в цьому напрямку, від 6 до 2. У наведеній вище таблиці діапазон параметрів, що набирають прийнятних значень, виділений жирним.

Однак використання формули єдиної норми управління для фондових бірж не є цілком коректною. Це пов'язане з тим, що на фондовій біржі для різних рівнів управління і розв'язуваних функціональних завданнях норма управління різна. Тому для оцінювання параметрів, що характеризують фондову біржу як організаційну структуру, більш правильно застосувати формулу для розрахунку рівнів лінійного управління [3].

Таблиця № 4.19.

Значення норми керованості

R\п	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2	1.414	1.259	1.189	1.149	1.122	1.105	1.091	1.081	1.072
3	1.732	1.442	1.316	1.246	1.201	1.170	1.147	1.130	1.116
4	2	1.587	1.414	1.320	1.260	1.219	1.189	1.167	1.149
5	2.236	1.710	1.495	1.380	1.308	1.258	1.223	1.196	1.175
6	2.449	1.817	1.565	1.431	1.348	1.292	1.251	1.220	1.196
7	2.646	1.913	1.627	1.476	1.383	1.320	1.275	1.241	1.215
8	2.828	2	1.682	1.516	1.414	1.346	1.297	1.260	1.231
9	3	2.080.	1.732	1.552	1.442	1.369	1.316	1.277	1.246
10	3.162	2.154	1.778	1.585	1.468	1.389	1.334	1.292	1.259
20	4.472	2.714	2.115	1.821	1.648	1.534	1.454	1.395	1.349
30	5.477	3.107	2.340	1.974	1.763	1.626	1.530	1.459	1.405
40	6.325	3.420	2.515	2.091	1.849	1.694	1.586	1.507	1.446
50	7.071	3.684	2.659	2.187	1.919	1.749	1.631	1.544	1.479
60	7.746	3.915	2.783	2.268	1.979	1.795	1.668	1.576	1.506
70	8.367	4.121	2.893	2.339	2.030	1.835	1.701	1.603	1.529
80	8.944	4.309	2.991	2.402	2.076	1.870	1.729	1.627	1.550
90	9.487	4.481	3.080	2.460	2.117	1.902	1.755	1.649	1.568
100	10	4.642	3.162	2.512	2.154	1.931	1.778	1.668	1.585

Як задані параметри, що характеризують організаційну структуру фондової біржі, прийняті наступні показники:

- 1) загальна чисельність працюючих на біржі людей (R_0);
- 2) середня норма керованості для керівників вищої ланки (H_{yc}).

Чисельні значення цих параметрів можна визначити, використовуючи дані про організацію структури іноземних фондових бірж, зокрема, Токійської фондової біржі. Вони мають такі значення:

- загальна кількість працюючих на фондовій біржі дорівнює приблизно 1500 співробітникам;
- середня норма керованості для керівників вищої ланки дорівнює 2.

Для одержання цілих числових вирішень наведеного вище рівняння щодо кількості рівнів лінійного управління, коефіцієнта структурованості досліджуємо діапазон значень норми управління для керівників нижчої ланки (H_{yn}) в інтервалі від 3 до 100. Як вирішення будемо шукати прийнятні сполучення пар цілих числових значень рівнів управління (n) і середньої норми управління по організації (H_{yc}).

Серед вирішень за фізичним змістом необхідно вибрати вирішення, що відповідають значенням H_{yc} більше 2 (значення середньої норми управління для керівників вищого рівня) і меншим H_{yn} (значення середньої норми управління для керівників нижчої ланки). У результаті одержуємо наступну таблицю.

Таблиця № 4.20.

Пари значень рівня управління і середньої норми управління, що відповідають різним значенням середньої норми управління для керівників нижчої ланки:

H_{yn}	3			5					10				30	
n	9	8	7	9	8	7	6	5	8	7	6	5	6	5
H_{yc}	2,2	2,4	2,7	2,0	2,2	2,5	2,9	3,6	2,1	2,3	2,6	3,1	2,2	2,5

Таким чином, основні параметри, що характеризують організаційну структуру успішно працюючих фондових бірж, мають наступні значення:

- норма управління для президента біржі, його заступників і виконавчих директорів (K_m) знаходиться в діапазоні від 2 до 3;
- коефіцієнт, що враховує вид і частоту зв'язків керівника з підлеглими (k):
 - для керівників 1 ланки $k = 0,5$;
 - для керівників 2 ланки $k = 0,8-1$;
 - для керівників 3 о ланки $k = 1,6-2,1$;
- кількість рівнів управління (коефіцієнт структурованості, K_{ct}) фондової біржі приймає значення від 5 до 9;
- пари сполучених значень норми управління для керівників нижчої ланки і середньої норми керованості організації.

Технічна і технологічна політика в організаційній будові фондових бірж має на меті формування функціонального середовища, що створює умови для реалізації інтересів учасників фондового ринку – держави, професійних учасників ринку цінних паперів, емітентів та інвесторів на основі нових біржових технологій, комплексу програмно-технічних коштів, телекомунікації й автоматизації виробничих процесів.

Суть технічної і технологічної політики полягає у визначенні основних положень, принципів і напрямків у будові організаційно-управлінських структур фондових бірж.

Призначення політики зводиться до вироблення технологічних прийомів і вибору технічних засобів, що забезпечують реалізацію мети і завдань, втілення в організаційно-управлінській будові фондових бірж її внутрішнього змісту і змісту, що сприяє впорядкуванню єдиного біржового простору ринку цінних паперів.

Здійснення технічної і технологічної політики в галузі будови організаційних структур фондових бірж допускає визначення структурних виробничих елементів біржової системи, що виконують функції торгівлі цінними паперами, інвестицій і біржових технологій, депозитарно-клірингових розрахунків, реєстрації, телекомунікації й інформації, наукових досліджень і експерименту, біржової безпеки, фінансово-аналітичного і матеріально-технічного призначення.

Технічна і технологічна політика фондових бірж виражає сукупність взаємозалежних процесів, що забезпечують технічну, технологічну й організаційну готовність біржі до здійснення біржових функцій.

На розвиток сучасних фондових бірж в Україні впливає складне фінансове становище в країні, що ставить перед ними нові завдання, зв'язані із входженням до біржового співтовариства і закріпленням у світовому біржовому просторі. Ця ситуація очікує від фондових бірж відповідної організаційно-управлінської структури, спроможної створити умови для наукових, технологічних і технічних робіт.

У цьому випадку формування в організаційній структурі науково-дослідного підрозділу з лінійно-функціональним підпорядкуванням дирекції біржі є нагальною потребою. У його складі формуються спеціалізовані групи за напрямками розробок: група теоретичних досліджень, група експериментального супроводу, матеріального і технічного забезпечення, група біржових технологій.

Разом з тим, теорія і практика показують, що тверде закріплення співробітників за структурною одиницею об'єктивно призводить до збільшення чисельності виконавців. Розв'язати цю проблему можна за допомогою створення тимчасових тематичних наукових колективів у межах науково-дослідного відділу, що мають визначену конфігурацію під конкретно вирішуване завдання. Це призведе до підвищення «мобільності» колективу, його кваліфікації й ефективності дій.

Теоретичні розробки, виконувані на біржі у плані глобалізації українського фондового ринку, здійснюються в напрямку аналізу існуючої документації, літературних джерел, аналогів, досвіду подолання і входження бірж закордонних країн до біржового співтовариства. Вважаємо, що розроблення концепції цієї проблеми, її наукове і теоретичне обґрунтування, методичне забезпечення досліджень, економічні розрахунки являють собою базу для її розв'язання і є необхідною умовою виконання експериментальних розробок.

Технічна і технологічна політика організаційної будови фондових бірж визначається певними правилами:

- теоретичним обґрунтуванням;
- доцільністю й ефективністю виконуваних робіт;
- технічною оснащеністю;
- способами і методами здійснення біржових прийомів і операцій.

Раціонально сформована й організована технічна і технологічна політика базується на наступних загальних принципах:

- пропорційності;
- паралельності;
- прямолінійності;
- безперервності.

Технологічна політика в організаційній будові фондових бірж заснована на здійсненні взаємозалежних процесів, що забезпечують технологічну готовність бірж та її структурних підрозділів виконувати їх функціональне призначення – надавати послуги клієнтам.

Технологічна будова проходить дві стадії – проектну й експлуатаційну. На кожній з них здійснюється оцінювання організаційних структур на технологічність будови.

На стадії проектування організаційних структур технологічність позначається на скороченні витрат часу і коштів на виконання біржових операцій, під час експлуатації – на скороченні трудомісткості і матеріалоемності робіт з технічного обслуговування біржових процесів.

Технологічність організаційних структур значною мірою залежить від виду фінансового інструмента, обсягу біржових операцій, величини документообігу, виявити їх достоїнства можна за допомогою методу порівняння і на цій основі обґрунтовувати вибір оптимального варіанта конфігурації організаційних структур. В основі порівняльних розрахунків лежить метод визначення тих витрат на будову організаційної структури, що змінюються в ході проектування, компонування, моделювання.

Розроблення процесу організаційної будови структур фондових бірж передбачає три етапи.

Перший етап. Здійснення організаційно-технічного аналізу і класифікації елементів організаційних структур фондових бірж із метою виявлення особливостей у їх будові.

Складання документів і формування документопотоку на основі правил подання документів усередині групи, служби, відділу і маршрутів їх руху на принципах безперервності, прямолінійності і пропорційності.

Другий етап. Розроблення загальної структурної схеми будови організаційних структур фондових бірж, функціональних підрозділів і служб.

Складання положень, інструкцій з організації та управління процесом будови на основі уніфікації і стандартизації форм та видів документації, методичних рекомендацій і стандартів біржі на систему класифікації і кодування техніко-економічної інформації.

Третій етап. Розроблення інформаційної моделі будови організаційних структур, робочої документації для проектування і створення програмного продукту, за допомогою якого здійснюється макетування структури біржі, з типізацією і стандартизацією елементів організаційних структур.

Організаційні положення, правила і регламенти роботи відділів, служб і груп, посадові інструкції фахівців і службовців є своєрідним продуктом цього етапу будови організаційних структур.

У ході здійснення технологічної політики зважуються питання, пов'язані зі створенням і забезпеченням біржам можливостей їх функціонування як організа-

торів торгівлі на ринку цінних паперів. До переліку робіт входять: розроблення «технологічної» документації і маршрутів її руху з описом процесів, що обслуговуються, нормуванням чисельності фахівців і службовців, установленням їх посадових обов'язків і міри відповідальності.

Основним документом для фондових бірж може бути технологічний регламент, у якому подано опис біржових операцій, основних параметрів, етапів, режимів і порядку їх здійснення. У технологічному регламенті дається опис фінансового інструменту, перелік і характеристика вихідних даних, елементів операції й умови її виконання.

Скорочення термінів будови організаційних структур фондових бірж залежить від зниження трудомісткості операцій на етапах підготовки їхнього формування. Цьому сприяє застосування типових елементів у біржових операціях, уніфікація документів і організація їх групового опрацювання, виключення дублювання робіт, що досягається шляхом створення і використання контрольно-пошукових систем у межах інформаційного блоку.

Таким чином, при відповідному технічному оснащенні і режимі обслуговування біржових процесів, оптимальному варіанті компонованої схеми управління, раціональному й економічному способі надання біржових послуг, враховуються завдання будови організаційних структур фондових бірж.

Однією з вимог будови організаційних структур фондових бірж є здійснення матеріальної й організаційної підготовки з використанням стандартних технологічних прийомів на типових технологічних елементах біржових структур.

У галузі технічної політики підготовки будови фондових бірж, проектування їх, створення і моделювання біржових процесів, а також розроблення проекту реконструкції чи переустаткування формулює основне завдання в цьому напрямку і робить його цілеспрямованим.

Технічна підготовка організаційної будови фондової біржі припускає визначення співвідношення значень основних параметрів, що характеризують організаційну структуру біржі.

З метою оцінювання параметрів організаційної структури фондової біржі використані загальноприйняті способи порівняння, зіставлення, групування і розроблені нові прийоми їх проектування на основі морфологічного методу, аналого-математичного і структурно-цільового аналізу («АМСЦ-метод»).

Суть морфологічного методу полягає в підрахунку кількості повторень кожного з заходів, що характеризують повну сукупність робіт у межах загального напрямку, проведеного фондовою біржею.

Суть аналого-математичного методу в межах структурно-цільового аналізу організаційної будови фондової біржі (АМСЦ-методу) полягає в наступному. Як еталон вибирається стійко працююча фондова біржа. Для неї визначаються параметри, що характеризують її організаційну структуру, вводяться поправки на специфіку українського фондового ринку, пов'язані з переліком виконуваних біржею функціональних заходів, кількістю фахівців біржі. У результаті обчислюються основні параметри, що характеризують організаційну структуру біржі, що враховують українську специфіку і відповідають умовам, характерним для сучасних фондових бірж.

Використання розроблених методів дозволило визначити чисельні значення основних параметрів, що характеризують організаційну структуру фондової біржі:

K_M – коефіцієнт мультиплікативності, під яким розуміють кількість підрозділів, що відповідають кожному рівню управління;

$K_{ст}$ – коефіцієнт структурованості організаційної структури фондової біржі, під яким розуміють кількість рівнів управління організацією;

$K_{соот}$ – коефіцієнт відповідності кількості підрозділів (штатного складу фахівців), що виконують роботу з різних функціональних напрямків діяльності фондової біржі.

4.5. Аналіз стану фондових бірж США та Західної Європи

Основною ланкою біржової системи США є Нью-Йоркська фондова біржа. Однак чільні позиції цієї біржі не роблять американський фондовий ринок моноцентричним за типом організації. Помітне місце на ній займають інші за величиною біржі, також розташовані в Нью-Йорку, – Американська фондова біржа, регіональні біржі й в останнє десятиліття – Чиказька біржа опціонів. Роль окремих ланок біржової системи у фондових операціях характеризується такими даними:

Таблиця № 4.21.

Роль ланок біржової системи в фондових операціях

Оборот	Звичайні акції	Привілейовані акції	Облігації	Акції	Опціони
Усі біржі, (млрд. дол.)	3159,9	66,4	1053,6	934,2	175,1
у тому числі, %					
Нью-Йоркська фондова біржа	90,47	92,69	92,16	84,2	4,2
Американська фондова біржа	9,21	6,31	6,79	8,1	21,3
Фондова біржа Середнього Заходу	0,06	0,07	*1	3,2	1,1
Тихоокеанська фондова біржа	0,14	0,61	0,81	2,4	2,9
Філадельфійська фондова біржа	0,03	0,23	0,23	1,1	4,7
Бостонська фондова біржа	0,06	0,08	0,00	0,5	**2
Фондова біржа Цинцинаті	0,02	0,00	0,00	0,4	**
Чиказька біржа опціонів	*	*	*	*	65,7

Примітка: оскільки операції з облігаціями займають нині незначне місце в біржовій торгівлі, статистику цих операцій Комісія з цінних паперів і бірж (СІК)

не публікує. Більша частина біржової торгівлі облігаціями відбувається на Нью-Йоркській фондовій біржі. *1 – відповідні папери не котируються, **2 – операції з опціонами не проводяться.

Нью-Йоркська фондова біржа веде свою історію з 1792 р. і за організаційною формою є корпорацією, що знаходиться у власності її членів. Роботою Нью-Йоркської фондової біржі керує рада, що обирається її членами директорів. Кількість членів біржі з 1988 р. не змінювалося і становить 1469 чоловік. Щорічно кілька десятків місць змінюють своїх власників, але в цілому контингент членів Нью-Йоркської фондової біржі характеризується високою стабільністю, що робить цю біржу однією з найбільш елітних інститутів сучасної Америки.

Провідну роль на біржі відіграють дві категорії членів Нью-Йоркської фондової біржі: брокери і так звані фахівці. Останні становлять меншість (у середині 1992 р. їх було 412 осіб) членів Нью-Йоркської фондової біржі, але вони тривалий час були домінуючою групою біржовиків, причому їх вплив винятково великий і понині. Сила фахівців відрізняється тим, що вони монополізували безпосередній ринок угод – брокери не мають права вести операції за власний рахунок і тільки доставляють фахівцям доручення клієнтів на купівлю-продаж акцій. Конкуренції між фахівцями немає, і кожний з них веде операції за чітко визначеними випусками цінних паперів. Фахівець веде операції за власний рахунок і не має права торгувати безпосередньо з клієнтами біржі. Контрагентами в його угодах можуть виступати тільки самі біржовики. Суть діяльності фахівців полягає в тому, що вони, у дослівному перекладі американської біржової термінології, «творять ринок, закриваючи розриви в цінах».

Дані, наведені нижче в умовному прикладі, ілюструють цю діяльність (у дол.). У цьому прикладі розриви між цінами, які пропонуються інвесторами (клієнтами біржі), виступають показником продавця і покупця, і є дуже великі – становлять 1 дол. Позитивний результат угоди в такому випадку малоімовірний. Завдання фахівця полягає в тому, щоб врегулювати відносини між покупцем, що пропонує найвищу ціну, і продавцем, що запитує найнижчу. У такому випадку розрив скорочується до 0,5 дол., тобто вдвічі. Ймовірність укладення угоди в результаті цього істотно зростає.

Таблиця № 4.22.

Співвідношення цін продавця і покупця

Учасники фондових операцій	Розрив між цінами продавця і покупця (дол.)	
	купити за курсом	продати за курсом
Клієнти	104,5	105,5
Фахівці	104,75	105,25

Подане ілюструє принцип, за яким здійснюється виконання головної функції, покладеної на фахівців – забезпечувати ліквідність акцій. Крім того, фахівці також зобов'язані забезпечувати стабілізацію кон'юнктури і запобігати різким стрибками цін.

Торгують фахівці надзвичайно активно. Незважаючи на відносну нечисленність, на них в останні роки припадало близько 11% усіх операцій Нью-Йоркської фондової біржі, а на початку 90-х рр. частка фахівців була ще вища – майже 13%.

У безпосередні відносини з акціонерами вступають брокери (серед членів Нью-Йоркської фондової біржі їх 611 осіб), що приймають доручення на купівлю-продаж акцій. Стандартні доручення даються на кількість акцій, кратну 100 (операції з меншою кількістю акцій рідкість: їхня частка в загальній кількості операцій коливалася в 1991 р. у межах 0,5-1%). За здійснення угод брокер стягує з клієнта комісійні: до 1975 р. їх розміри були фіксовані і залежали від величини угоди.

Інші члени Нью-Йоркської фондової біржі відіграють другорядну роль. Вони ведуть операції за власний рахунок і за своїм місцем у біржовому механізмі близькі до фахівців, а інші виконують брокерські функції, але не для інвесторів, а для брокерів, що передають їм частину доручень інвесторів, що накопичилися в них.

Правом членства на Нью-Йоркській фондовій біржі володіють окремі особи, але якщо член біржі є співвласником фірми, то вся фірма вважається членом Нью-Йоркської фондової біржі. Серед фірм-членів Нью-Йоркської фондової біржі домінують кілька десятків інвестиційних банків, що займають ключові позиції на американському фондовому ринку.

Для прийняття цінних паперів до котирування на Нью-Йоркській фондовій біржі вони мають відповідати наступним вимогам:

- ринкова вартість розміщених акцій має бути не менша 16 млн. дол.;
- у звертанні повинно знаходитися як мінімум 1 млн. звичайних акцій;
- власники «повних лотів», тобто власники 100 акцій і більше, мають становити як мінімум 2 тисячі чоловік;
- доходи корпорації до виплати податків за останній фінансовий рік повинні становити не менш 2.5 млн. дол. і за кожний із двох попередніх років – не менш 2 млн. дол.

Рада директорів біржі також оцінює ступінь популярності корпорації в масштабах країни, місце компанії в галузі, загальний стан і перспективи її розвитку. Важливою умовою реєстрації цінних паперів корпорації на фондовій біржі є зобов'язання періодично давати інформацію про її діяльність інвесторам.

Припинення котирування акцій компанії чи виключення компанії з числа тих, що котируються, допускається у двох випадках:

- за рішенням ради директорів біржі;
- на вимогу самої компанії.

Рада директорів біржі може піти на такий крок, якщо компанія не виконує умов, описаних вище, зокрема, якщо вона не відповідає всім кількісним критеріям. Таке рішення може бути прийняте і самою компанією, зареєстрованою на біржі. Для цього необхідно, щоб з такого питання було проведено голосування серед акціонерів, і власники 2/3 акцій проголосували за це, щоб проти цього заперечували не більш 10% акціонерів і щоб на це дали згоду більшість директорів компанії.

Протягом останніх 10 років кількість корпорацій, представлених на Нью-Йоркській фондовій біржі, майже не мінялася. А сьогодні вона дорівнює 1500. Ця група корпорацій – «цвіт» американського бізнесу. На активи цих акціонерних

товариств припадає значна частка всього капіталу, що обертається в США, і на початок 1993 р. вона становила близько 81%.

Нью-Йоркська фондова біржа завжди завзято виступала проти будь-якого втручання в її діяльність з боку держави, відстоювала достатність регулювання біржової діяльності самими членами біржі та намагалася зберегти за собою статус «закритого клубу».

Однак історично склалися два напрямки регулювання ринку цінних паперів – з боку держави і з боку самих біржовиків. До кризи 1929 - 33 рр. держава практично не втручалася в діяльність біржі. Криза і депресія, що пішла за нею, прискорили вироблення заходів державного регламентування діяльності фондового ринку. Дотепер закон про цінні папери 1933 р. і закон про фондові біржі 1934 р. залишаються основними документами, на яких будується державне регулювання операцій з цінними паперами.

Ключовою ідеєю, що була покладена в основу державного втручання в діяльність біржі, було досягнення максимального невтручання в процес купівлі-продажу акцій і облігацій. Конкретне втілення ця ідея знайшла в принципі «надання інформації», на якому базуються післякризові законодавчі акти. Їх автори виходили з того, що якщо корпорації будуть надавати акціонерам докладну і достовірну інформацію про діяльність фірми, то це автоматично призведе до зникнення всіх недоліків ринку цінних паперів, оскільки цінність акцій і облігацій можна буде легко визначити, і махінації з ними стануть неможливими.

Друга за значущістю біржа США – Американська фондова біржа – формально самостійна, але насправді тісно пов'язана з Нью-Йоркською фондовою біржею. Американська фондова біржа існувала як неофіційний ринок цінних паперів з 50-х років 19 ст., організоване її становлення відбулося в 1908-1921 рр.

Прийняті на цій біржі правила біржової торгівлі в основному аналогічні з діючими на Нью-Йоркській фондовій біржі. До 1975 р. на обох Нью-Йоркських біржах діяли однакові ставки комісійних. Ця обставина істотно звужувала потенційні можливості для конкуренції двох великих бірж, розташованих в одному фінансовому центрі. Головна ж причина відсутності гострого суперництва Нью-Йоркської фондової біржі й Американської фондової біржі полягала в тому, що більшість членів Американської фондової біржі входили до тих самих фірм, що займали домінуюче становище на Нью-Йоркській фондовій біржі.

На Американській фондовій біржі вимоги, пропоновані при реєстрації цінних паперів, менш суворі порівнянно зі стандартами Нью-Йоркської фондової біржі. Практично Американська фондова біржа виступає в ролі своєрідного іспитового полігона Нью-Йоркської фондової біржі. Цінні папери перспективних і зростаючих корпорацій спочатку котируються на Американській фондовій біржі, і якщо потім протягом досить тривалого проміжку часу ці корпорації виправдовують пов'язані з ними очікування, їхні папери переміщуються на Нью-Йоркську фондову біржу. Подібний шлях у свій час здійснили цінні папери таких корпорацій, як General Motors, Radio Corporation of America та ін. Американська фондова біржа займає також провідне місце в торгівлі іноземними цінними паперами.

Позабіржовий ринок у США також займає значне місце на ринку цінних паперів. В наш час основою позабіржового обороту є комунікаційна система НАСДАК (NASDAQ), створена національною асоціацією фондових дилерів і введе-

на в дію у 1971 р. Сьогодні в межах цієї системи котируються акції набагато більшої кількості американських та іноземних корпорацій, ніж на всіх американських біржах, разом узятих. Здатність позабіржового ринку пропустити по своїх каналах мільярди акцій показує, що з організаційного погляду він розвинутий дуже високо. Більше того, технічні можливості системи НАСДАК дозволяють включити до неї і всі акції, що котируються в даний час на біржах. Дилерами з паперів, що котирується в системі НАСДАК, виступають понад 360 фірм. Це основна частина фірм, що виконують посередницькі функції на позабіржовому ринку.

Для того, щоб увійти до системи НАСДАК, компанії мають зареєструвати свої цінні папери відповідно до Закону про цінні папери від 1933 р. чи Закону про інвестиційні компанії від 1940 р.; вони повинні мати, як мінімум, 100 тисяч акцій, розмішених по підписці, і об'єднувати, як мінімум, 300 акціонерів. Крім того, передбачені додаткові умови, що стосуються ціни кожної акції, обсягу активів і прибутку, наявності осіб, що визначають ринок цих акцій і курируючих угод з ними. Сьогодні у системі НАСДАК діють як брокери, так і дилери.

У Західній Європі існує в 17 країнах 58 різних фондових бірж. У провідних капіталістичних країнах фондовий ринок має велике, хоча далеко не однакове значення. Це стосується, насамперед, Великобританії, Швейцарії, Нідерландів, а також Франції, Німеччини, Бельгії і яскравого специфічного ринку Люксембургу. У таких країнах, як Австрія, Італія, Іспанія, а також у скандинавських країнах роль фондових ринків невелика. У Греції, Ірландії, Португалії вони практично не мають значення.

Очевидно, що найбільший західноєвропейський ринок акцій – англійський, він набагато менший від американського, але водночас набагато більший від інших західноєвропейських – швейцарського, німецького і французького. Що стосується значення ринку акцій і відтворення капіталу, то провідну, на рівних із США, роль відіграють ринки акцій Великобританії і Швейцарії, але тут варто враховувати велику частку іноземних акцій. Набагато меншу роль відіграє нідерландський ринок акцій, ще меншу – французький, бельгійський, німецький. З облігаційних ринків найбільший знаходиться в Німеччині, другий по величині – у Великобританії, причому відставання їх від США значно менше. Найбільше значення ринок облігацій має в економіці Великобританії, Бельгії і Німеччині.

Але відмінність полягає не тільки в обсязі й у значенні фондових бірж. Багато розходжень показує коротка характеристика провідних західноєвропейських фондових ринків.

Великобританія. Фондовий ринок Великобританії традиційно є, через значну капіталізацію англійських монополій (324 млрд. дол. у 1992 р.), важливою частиною кредитно-фінансового механізму країни. Широка реприватизація державного сектора дала значний поштовх зростанню біржової капіталізації. У 1967 р. усі біржі країни були об'єднані в регіональні біржі в Манчестері, Глазго і Белфасті. Яскраво вираженим лідером є Лондонська фондова біржа. Вона є акціонерним товариством і не піддається прямому державному контролю. Її керівництво здійснює рада біржі, що складається з 45 членів, включаючи одного представника Центрального Банку без права голосу. Рада обирається зборами 4482 членів і «саморегулює» у співробітництві з Центральним Банком діяльність фондової біржі.

Акції й облигації випускаються, головним чином, іменні. Іноземні акції мають зберігатися в спеціальних депо уповноважених кредитних інститутів. Угоди оформляються переважно на певний термін. Облигації реалізуються касовими операціями. Встановлюється поточний курс. Біржова торгівля охоплює дуже велику частку загального обороту фондових коштів. Торгівля цінними паперами, що не котуються, ведеться на біржі з дозволу ради біржі. З 1980 р. працює при біржі так звана міні-біржа зі зниженими умовами допуску для біржового звертання акцій середніх і дрібних фірм.

Дуже велика частка іноземних цінних паперів підтвердила велике значення Лондона як міжнародного фінансового центру і в галузі фондових ринків, наприклад, як найбільшого центру європейських облигаційних позик. В останні роки Лондонська біржа стала місцем значних змін у межах проведеної з 1983 по 1986 р. реформи, що, у свою чергу, вплинула на реформи інших західноєвропейських фондових ринків. Реформа спрямована, головним чином, на підвищення її міжнародної конкурентоздатності і, тим самим, на зміцнення позицій британського капіталу.

Так, у межах цієї реформи, був знятий традиційний, суто англійський розподіл маклерів на брокерів і джоберів. Їхні функції виконуються тепер брокерами. Пов'язане з цим спрощенням зниження комісійних доповнилося зниженням оподатковування фондового обороту. Була широко впроваджена обчислювальна техніка в роботу біржі. Британські маклерські фірми (близько 200) втратили свою монополію у фондових операціях. Було дозволено спочатку 29,9% участь, а потім і 100% поглинання цих фірм промисловими і банківськими монополіями. Цим скористалися британські монопольні банки, що активно вторглися у раніше закриту для них сферу фондових операцій.

Швейцарія. Фондовий ринок Швейцарії характерний, насамперед, своїми міжнародними функціями. У Швейцарській економіці він відіграє, з одного боку, роль джерела фінансування відтворення національного капіталу, а з другою боку, є важливою складовою частиною кредитно-фінансової системи, що, з огляду на своє міжнародне значення, є винятково важливою «галуззю» швейцарської економіки. У країні знаходиться 7 фондових бірж, серед яких виділяються Цюрихська, Женевська і Базельська. Роль монополістів на фондовому ринку відіграють великі банки, що визначають там хід подій. На фондових біржах немає спеціальних маклерів. Всі операції здійснюють представники банків. Тільки на позабіржовому ринку діють, поряд з банками, близько 120 маклерських фірм, з яких більшість – іноземні. Позабіржовий ринок значний. Поряд з касовим ринком існує розвинутий ринок операцій на термін. Установлюється єдиний курс. Державне регулювання малопомітне, а існує досить суворе банківське «саморегулювання», наприклад, щодо послідовності емісій.

Значення Швейцарії як міжнародного фінансового центру чітко відображається на фондовому ринку, де близько половини акцій і майже 1/3 облигацій – іноземні. Тут швейцарські монопольні банки, використовуючи підлеглий їм фондовий ринок, виступають як посередники між іноземними позичальниками і кредиторами. Швейцарський фондовий ринок являє собою щось на зразок обертового диска для міжнародних капітальних припливів. Але завдяки наявності такого розвинутого, пристосованого до потреб міжнародного фінансового капіталу фондового

ринку, вона є також важливим елементом відтворення швейцарського капіталу. Так, значна капіталізація швейцарських корпорацій – 59 млрд. дол. у 1992 р. – свідчить про це. Це і відрізняє фондовий ринок Швейцарії від Люксембурзького фондового ринку. Останній майже виключно облігаційний і майже не впливає на економіку країни.

Нідерланди. Фондовий ринок Нідерландів відрізняється хоча і менш яскравою, ніж, наприклад, у Швейцарії, міжнародною спрямованістю, але він в останні роки підсилюється. Головною фондовою біржею країни є Амстердамська біржа. Фондова біржа являє собою приватну установу, що підкоряється «Союзу для фондової торгівлі», що поєднує банки і маклерські фірми. До біржової торгівлі допускаються всі її 255 членів – як представники банків, так і маклери.

Здійснюються касові операції, дуже розвинутий ринок для угод на термін, що традиційно мають тут велике значення. Для акцій нідерландських та іноземних ТНК установлюється поточний курс, для всіх інших – два рази на день єдиний курс. Позабіржового ринку немає. Торгівля цінними паперами, що не котируються, провадиться на фондовій біржі до чи після регулярного біржового сеансу. У 1982 р. була створена міні-біржа для акцій менш значних компаній.

Значення для відтворення як міжнародного, так і нідерландського капіталу велике. Іноземні акції становлять приблизно 55% біржової капіталізації. А й капіталізація нідерландських корпорацій – 48 млрд. дол. у 1992 р. – важливий фактор їхнього відтворення, хоча половину становлять акції двох корпорацій: Royal Dutch і Philips.

Франція. Фондовий ринок Франції є важливою складовою частиною інструментарію державно-монополістичного регулювання. Серед семи французьких фондових бірж Паризька – яскраво виражений лідер. Фондові біржі місцевого значення знаходяться в Бордо, Лілі, Ліоні, Марселі, Нанці й у Нанті. Державна регламентація фондової біржі має свій початок з часів панування Наполеона і була введена за його наказом після спекулятивних ексцесів, що потрясли французьку кредитно-фінансову систему. Сьогодні фондова біржа підкоряється міністерству економіки і фінансів, що призначає маклерів (близько 80 у Парижі), які володіють монополією на фондові операції всередині і поза біржею. Державний нагляд, а також допуск до біржової торгівлі здійснюється біржовою комісією.

Установлюється єдиний курс. Комісійні середні. Існує як касовий, так і терміновий ринок, але кожна акція допускається лише до одного виду операцій. До 1986 р. всі акції у Франції були іменні, але зараз активно відбувається перехід до безготівкових акцій, що сьогодні становлять уже 35% від загальної кількості всіх акцій.

Капіталізація французьких корпорацій істотна і на сьогодні становить 503 млрд. французьких франків. Фактором подальшого зростання є програма приватизації великої частки державного сектора. У межах проведеної біржової реформи була створена міні-біржа і проведене певне «делегування» фондового звертання. Були вжиті заходи для податкового заохочення вкладень у цінні папери.

З метою міжнародної конкурентоздатності планується подальше зняття різних обмежень. Обговорюється навіть підрич монополії маклерів на користь розширення діапазону діяльності фінансових інститутів і залучення іноземних посеред-

ників. Але поки що міжнародні функції французького фондового ринку через його сувору державно-монополістичну регламентацію і низький рівень лібералізації міжнародних капітальних потоків обмежені.

Німеччина. У Німеччині знаходяться 7 фондових бірж, розташованих у Франкфурті-на-Майні, Дюссельдорфі, Бремені, Гамбурзі, Ганновері, Мюнхені, Штутгарті й Берліні, серед яких виділяються фондові біржі Франкфурта і Дюссельдорфа, що реалізують 51% і 39% усього біржового обороту. Фондові біржі є публічно-правовими установами і підкоряються, відповідно до федеральної структури країни, землям. Керуюча діяльністю біржі рада обирається її членами – маклерами, серед яких переважають представники банків. Ринок переважно касовий. Угоди на термін дозволені тільки як опціони. Для більшості акцій устанавлюється єдиний курс, для акцій великих монополій визначається поточний курс. Комісійні середні.

Відмітною рисою німецького фондового ринку є величезний вплив монопольних банків, що здійснюється ними протягом усього їхнього розвитку. Ринок акцій відносно незначний, капіталізація корпорацій становить близько 580 млрд. євро. Ринок облігацій більш розвинутий, але там обертаються, насамперед, державні і банківські облігації. Традиційно тісні зв'язки між банківським і промисловим капіталом пояснює перевагу використання середньо- і довгострокових банківських кредитів стосовно використання цінних паперів. Німецькі банки «волюють видавати кредити, ніж опосередкувати вихід на фондову біржу». Монопольні банки майже цілком монополізують фондовий ринок. Вони займаються емісією і розміщенням цінних паперів, активно беруть участь на вторинному ринку і самі володіють великими пакетами цінних паперів. Вплив, заснований на власному, безпосередньому володінні акціями (близько 9% всіх акцій), збільшується акціями, що знаходяться в трастах-відділах. Таким чином, частка німецьких банків у розпорядженні капіталу значна.

Фінансовий капітал Німеччини відрізняється високою організованістю і відносною стійкістю структур. Близько 48% всіх акцій знаходиться в постійному володінні і звертається лише формально. Вторинний ринок тому не дуже активний, хоча оборот на біржі – лише частина фондового обороту, тому що багато угод реалізуються безпосередньо між банками в обхід біржі. Державне втручання слабе.

Федерація, землі і їхні органи активно використовують облігаційний ринок у рефінансуванні державного боргу. В останні роки держава більш активно намагається шляхом податкових знижок і реприватизації державного сектора заохочувати як випуск, так і придбання акцій, їх біржове звертання.

Бельгія. Бельгійський фондовий ринок хоча і не дуже великий, але має істотне значення у фінансуванні відтворення національного капіталу. Брюссельська фондова біржа є центральною. Біржі в Антверпені, Генці, Льєжі мають провінційний характер. Біржа є самостійною установою, що знаходиться під наглядом міністерства фінансів. Маклери мають монопольне право ведення операцій з цінними паперами. Торгівля цінними паперами, що не котируються провадиться, у міру необхідності, на біржі. Угоди на термін набули широкого поширення. Комісійні відносно низькі.

Біржова капіталізація значна, хоча приблизно 1/3 припадає на акції концерну Petrofina. У 1992 р. вона становила 859 млрд. бельгійських франків. У звертанні знаходиться чимало іноземних цінних паперів, але виступ Брюсселя як «західноєвропейської столиці» мало позначилося на фондовому ринку.

Італія. Хоча Італія відноситься до економічно розвинутих країн, її фондовий ринок у край нерозвинений. Він є суто національним, спрямованим, головним чином, на забезпечення фінансування державного боргу. Головна фондова біржа країни знаходиться в Мілані, поряд з нею існує ще 7 бірж місцевого значення. Як відображення відносно низької концентрації в багатьох галузях, капіталізація італійських корпорацій невисока – 43 млрд. дол. у 1993 р. Головним предметом біржової торгівлі є італійські державні облігації. Цьому сприяє суворий державний контроль самої біржі і відповідна податкова політика. Сама біржа є суспільно-правовою установою і підкоряється міністерству фінансів. Іншими характерними рисами італійського фондового ринку є: висока частка позабіржового ринку, слабе законодавче підкріплення самого звертання, відсутність формальної заборони на інсайдерську торгівлю. Акції випускаються іменні, облігації на пред'явника. Операції на термін не дозволяються. Курс установлюється єдиний. Міжнародне значення зводиться фактично, через нерозвинений ринок і недостачу капіталу, до нуля.

М. Дефоссе показав, що потреби західноєвропейського фінансового капіталу в біржовому звертанні «паперової тіні» свого капіталу істотно нижче, ніж, наприклад, у США. Треба відзначити, що західноєвропейський капітал має більш стійку структуру. У цих країнах чимала частка корпорацій знаходиться у володінні окремих осіб чи родин, що дуже обмежує обсяг чи взагалі не допускає свої акції до біржового звертання. Незважаючи на певний перегляд співвідношення державного регулювання і приватного підприємництва, що відображається також на фондовому ринку, у західноєвропейських країнах частка держави в корпораціях на основі акцій вища. Членування акцій на менші акції менше. Контрольні пакети, як правило, вищі. Отже, біржова капіталізація менш значна в більшості західноєвропейських країн. Структура безпосереднього володіння акціями відносно стала. Інституціоналізація володіння проходить, головним чином, інституціональними інвесторами у Великобританії і Нідерландах, а також банками в Німеччині. Усі ці розходження як у пропозиції, так і в попиті на акції зумовлені організаційними особливостями фінансового капіталу, визначають стан кожного фондового ринку.

Співвідношення різних внутрішніх і зовнішніх джерел нагромадження капіталу. У процесі нагромадження корпорації мають визначені фінансові альтернативи: самофінансування за рахунок перерозподілу прибутку чи резервів, банківські кредити, випуск облігаційних позик чи емісія акцій. Так, наприклад, у Великобританії емісія акцій дістала широке поширення при мобілізації додаткових коштів, у Німеччині – довгострокових кредитів, у Франції – векселів чи кредитів. Щодо фіктивного капіталу, то свідченням емісії акцій є порівняння співвідношення акцій і облігацій на різних біржах.

Специфіка національної кредитної системи. Звертання фіктивного капіталу - як первісне розміщення, так і вторинна торгівля - організована в західноєвропейських країнах по-різному. Операції з цінними паперами входять в одних країнах у

діапазон діяльності універсальних банків (наприклад, у Німеччині). В інших країнах має місце монополія маклерів (Франція). У третіх країнах (наприклад, Нідерланди) як банки, так і маклерські фірми діють на фондовому ринку. Таке становище, тобто специфічне поєднання монополії і конкуренції серед фінансових інститутів, впливає на місце фондового ринку як складової частини ринку позичкового капіталу.

Специфіка державно-монополістичного регулювання. Роль держави на фондовому ринку двояка. З одного боку, вона активно скористалася фінансовими можливостями ринку з метою фінансування бюджетних дефіцитів і стає, тим самим, важливим чи навіть вирішальним фактором (наприклад, в Італії) на фондовому ринку країни. З другого боку, вона намагається з метою державно-монополістичного регулювання відтворення капіталу впливати адміністративними, податковими й іншими методами як на саму фондову біржу, так і на поведінку діючих там емітентів, посередників та інвесторів. Починаючи від правового статусу біржі і закінчуючи податковим обкладанням дивідендів, державно-монополістичне регулювання здатне охопити так чи інакше широке коло проблем фондового звертання. Конкретний діапазон заходів, застосовуваних у межах державно-монополістичного регулювання, різний. Його оцінка з боку фінансового капіталу в західноєвропейських країнах коливається між «лояльно» (наприклад, у Великобританії) і «суворо» (наприклад, у Франції) і впливає, звичайно, на відношення фінансового капіталу до фондового ринку, і тим самим, на нього самого.

Місце фондової біржі на фондовому ринку. У більшості країн існує, поряд з біржами місцевого значення, одна центральна фондова біржа. У деяких країнах (Німеччина, Швейцарія) є кілька значних бірж. Фінансовий капітал прагне до різноступеневого механізму, в умовах якого акції корпорацій різних розмірів можуть звертатися в біржових умовах. Позабіржовий ринок має місце в країнах, де банки реалізують фондові операції як на біржі, так і поза нею (наприклад, Німеччина, Швейцарія), де сам біржовий механізм недостатньо налагоджений (наприклад, Італія). Виняток становить торгівля великими пакетами акцій, що гарантують чи контролюють вплив у розпорядженні корпораціями. В усіх західноєвропейських країнах операції з «блоками акцій» можуть здійснюватися за допомогою легального посередника поза фондовою біржею.

Ступінь залучення до міжнародного відтворення капіталу. Вхідження західноєвропейських країн до міжнародного поділу праці як у межах західноєвропейської інтеграції, так і поза нею досягло досить високого рівня. Вираженням цього щодо фіктивного капіталу є зростаюча міжнародна міграція фондових цінностей, тобто інтернаціоналізація як випуску цінних паперів і їх придбання, так і посередництва та відповідних механізмів звертання. Це стосується, насамперед, найбільш розвинутих і лібералізованих фондових ринків регіону (Великобританія, Швейцарія, Голландія), де міжнародні потоки фіктивного капіталу і грошового капіталу стають усе більш вирішальним фактором. Їх пристосування, у свою чергу, впливає на інші фондові ринки (у Франції, Німеччині). Таким чином, міжнародний фондовий бізнес є предметом гострої конкуренції між провідними фондовими біржами регіону, що впливають на стан фондового звертання на біржах Західної Європи.

4.6 Індeksi на фондовому ринку

Для якісного оцінювання становища ринку цінних паперів і кількісного оцінювання його динаміки зручно використовувати індeksi. Індексом фондового ринку є певне число, яке характеризує його якісний стан.

Індeksi – це інструменти оцінювання поведінки ринку цінних паперів, що відображають макроекономічні процеси. Під час нестабільності в економіці індeksi падають. Якщо ж спостерігається економічне зростання, індeksi ростуть.

Залежно від вибору цінних паперів, інформація про які використовується для обчислення індексу, він може характеризувати фондовий ринок в цілому, ринок груп цінних паперів (ринок державних цінних паперів, ринок облігацій, ринок акцій і т.д.), ринок цінних паперів галузі (нафтогазового комплексу, телекомунікацій, транспорту, банків і т.д.). Порівняння динаміки поведінки цих індексів дає змогу спостерігати за змінами стану будь-якої галузі стосовно економіки в цілому.

Індeksi розроблені для різних фінансових інструментів, таких як акції, боргові цінні папери, іноземна валюта і т. ін., проте індeksi на акції (фондові індeksi) є найбільш відомими.

Більше половини фондових індексів належить до однієї з двох груп: капіталізовані і цінові індeksi.

Капіталізовані індeksi – це тип індексів, які вимірюють загальну капіталізацію підприємств, цінні папери яких використовуються для розрахунку індексу на конкретну дату.

Капіталізація – це добуток ринкової вартості цінних паперів і їх чисельності, що перебуває в обігу. До цих індексів належать індeksi «Standard» and Poors», зведений індекс Нью-Йоркської фондової біржі, індeksi газети «Moscow News» та інші.

Цінові індeksi обчислюються як середнє арифметичне від вартості акцій компанії, що входять у базовий список індексу. Сюди відносять індекс Доу Джонса («Dow Jones»), індекс фондової біржі у м. Токіо (Японія) - Nikkei-225, Американської фондової біржі - AMEX та інші.

Індeksi використовуються як вихідні дані для обчислення параметрів економічних біржових моделей. Через індекс відомі компанії мають змогу оцінити поведінку індивідуальних акцій, враховуючи поведінку ринку цінних паперів в цілому. За допомогою індексів визначають найкращу оцінку ринкового коріння.

Індeksi можна розглядати як інструмент для реалізації стратегії інвестування.

Для того, щоб фондовий ринок більш точно відображав об'єктивні процеси на ринку цінних паперів, необхідно правильно використовувати методику обчислення фондових індексів.

Розглядаючи методику обчислення фондових індексів, потрібно відповісти на такі запитання:

- за якими формулами обчислюються фондові індeksi;
- яким вимогам має відповідати інформація, що використовується при розрахунку індексу;

· яким чином здійснюється коректування формул для обчислення індексів при виникненні окремих корпоративних подій?

Розглянемо деякі підходи, за якими здійснюють обчислення фондових індексів.

$$I_t = 1 / K \sum_{j=1}^N P_{jt},$$

де I_t – курсова вартість на момент часу t ;

P_{jt} – курсова вартість акцій на момент часу t ;

N – чисельність компаній, акції яких беруть участь у обрахунку;

K – узгоджувальний коефіцієнт.

Ця формула використовується для обчислення індексу Доу Джонса. Зважений середньоарифметичний індекс за ціною акції має такий вигляд:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^N P_{jt}}{\sum_{j=1}^N P_{j0} K_1},$$

де P_{j0} – курсова вартість акцій j -ї компанії, цінні папери якої використовуються для обчислення індексу на момент часу t ;

K_1 – базове значення індексу на початковий момент часу.

Зважений середньоарифметичний індекс за вартістю відбору має такий вигляд:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^N P_{jt} n_{jt}}{\sum_{j=1}^N P_{j0} n_{j0} K_1},$$

де n_{jt} і n_{j0} – чисельність акцій j -ї компанії, цінні папери якої використовуються для обчислення індексу на момент часу t .

Незважений середньоарифметичний індекс визначається за наступною формулою:

$$I_t = \sqrt[N]{\prod_{j=1}^N P_{jt}},$$

а зважений середньоарифметичний індекс визначається за такою формулою:

$$I_t = \sqrt[N]{\prod_{j=1}^N P_{jt} / P_{jt-1}},$$

де P_{jt-1} – це курсова вартість акції j -ї компанії, цінні папери якої використовуються для обчислення індексу в попередній день.

У біржовій торгівлі цінними паперами використовуються різноманітні індекси: як середні, так і спеціальні. Як уже зазначалося, найбільш відомим був і залишається індекс Доу Джонса, який уперше опублікований 1884 р. Чарльзом Доу, засновником компанії, що випускала фінансові газети «Wall street journal».

Таблиця № 4.23.

Характеристика та особливості деяких індексів

Назва індексу	Чисельність компаній, що використовують	Країна	Характеристика, окремі особливості	Спосіб обчислення індексу
Промисловий Доу-Джонса («Dow Jones»)	30	США	Перший у світі і найбільш відомий. Обчислюють за акціями великих компаній	Середньоарифметичний, зважений
Композитний «Велю Лайнн»	1695	США	В основі лежить значення курсів акцій попереднього біржового дня	Середньоарифметичний, зважений
Стандарті Пудр-500 («Standard and Poors»)	500	США	Базова вартість акцій вважається «10» станом на 1941-1943 роки	Середньоарифметичний, зважений
ФТ-30 («Financial Times»)	30	Великобританія	Найбільш відомий у Великобританії. Вперше був опублікований 1935 року	Середньоарифметичний, зважений
Ф-100, 250	100, 250	Великобританія	Базова вартість береться за «1000» станом на 3 січня 1984 року	Середньоарифметичний, зважений
Ніккей («Nikkei»)	225	Японія	Вперше опублікований у 1950 році на Токійській фондовій біржі	Середньоарифметичний, незважений
Тонікс («Torex»)	235	Японія	Використовується з 1968 року за всіма видами акцій ТФБ	Середньоарифметичний, зважений
Дакс композитний («Dax-30, 100»)	30	Німеччина	Базова вартість відповідає «1000» станом на 1987 рік	Середньоарифметичний, зважений
Сас-40 («SAS-40»)	40	Франція	Найбільш відомий у Франції серед великих і середніх компаній	Середньоарифметичний, зважений

США*Індекси Dow Jones*

26 травня 1898 року один із засновників американської Dow Jones Company і перший редактор Wall Street Journal Чарльз Доу (Charles H. Dow) придумав чергове нововведення. Крім введеного ним раніше біржового індексу – «залізничний середній» (Dow Jones Railroad Average), він запропонував використовувати ще один – «промисловий» (Dow Jones Industrial Average, DJIA).

Сьогодні акції є повсякденним інвестиційним інструментом у руках навіть найбільш консервативних інвесторів. Коло аматорів біржової гри розширилося зі зменшки кланових груп з Уолл-Стріту до мільйонів представників середнього класу. А завдяки мережним технологіям до «біржової рулетки» тягнеться дедалі більше гравців. Свіжа і достовірна інформація про стан ринку стала доступною практично кожному. А як швидко оцінити загальний напрямок ринку? Насамперед дивляться на біржові індекси і їхню динаміку.

Сучасний фондовий ринок з його незліченними індикаторами (Dow Jones Averages, Nasdaq, NYSE Index, S&P 500, Wilshire 5000, Nikkei, DAX...) і їх різновидами стає повсякденністю. Але тоді, наприкінці XIX століття, індекс Доу Джонса сприймався як промінь світла в темному царстві. Сто з чимось років тому навіть бували ділки з Уолл-Стріту не могли розібратися в щоденній плутанині курсів і визначити тенденцію ринку – чи рухається він вгору, чи вниз, чи просто стоїть на місці.

З того часу одним з найпопулярніших біржових індикаторів у США залишається «промисловий середній» (Dow Jones Industrial Average) із сімейства індексів Dow Jones Averages (DJA). Акції хоча б однієї з тридцяти його промислових компаній, як правило, знаходяться в портфелі поважаючого себе індивідуального чи інституціонального інвестора. І неспроста – адже всі акції цієї тридцятки становлять приблизно п'яту частину восьмирильйонної вартості акцій усіх американських компаній і близько чверті всіх акцій, що котируються на Нью-Йоркській фондовій біржі.

Але повернімося в американське минуле. Прагнучи створити порядок з хаосу, 3 липня 1884 р. Чарльз Доу доповів громадськості про перший із сімейства своїх ринкових індикаторів у журналі «Customer's Afternoon Letter» – попереднику «The Wall Street Journal». Оскільки група складових індексу акцій обіймала дев'ять залізничних і дві промислові компанії, то перший індекс Доу був названий «залізничним» (Dow Jones Railroad Average).

Спочатку індекс розраховувався як середнє арифметичне всіх акцій, що входять до нього. Наприклад, у той далекий день він становив 69,93 пункту – результат розподілу сукупної вартості всіх акцій (769,23) на кількість компаній (11). Аналогічно визначався і «промисловий середній» (Dow Jones Industrial Average, DJIA), який був уведений навесні 1896 р.

З того часу ця шкільна арифметика практично не змінилася. Але сама ідея, що індекс можна використовувати для розрізнення довгострокових трендів фондового ринку від короткострокових флуктуацій, заслуговує на повагу. «Для того, щоб розрізнити морський приплив і відплив, – говорив Доу, – можна ставити палички в пісок на тому місці, де закінчує свій біг хвиля. Аналогічно, за максимумами і мінімумами індикаторів можна розрізнити «ведмежі» і «бичачі» тенденції ринку».

Індекс Доу виявився простим і зручним етапом відліку для порівняння окремих акцій з курсом ринку. В інвестора з'явилася можливість зіставляти ринок з іншими індикаторами стану економіки. З'явилася нова тема для розмови.

3 7 жовтня 1896 р. Wall Street Journal став щодня публікувати значення промислового індексу, що містила на той час акція заможної компанії, і практика нерегулярної біржової статистики була успішно довершена. У 1916 р. DJIA допов-

нився акціями восьми компаній, а 12 років по тому вже налічував 30 компаній, що ми і маємо сьогодні. У тому ж 1928-му індекс почав розраховуватися з використанням спеціального множника. Введення останнього повинно було припинити перекручування, викликані членуванням акцій на менші акції компаній чи заміною одних акцій на інші. Але за звичкою цей індекс дотепер називають «середнім» (average).

Індикатор, що складається з акцій комунальних компаній, Dow Jones Utility Average, був придуманий у 1929 р., уже понад чверть століття після смерті Чарльза Доу. Спочатку цей індекс включав акції 20 компаній, потім був урізаний до 15, і дотепер він більше не змінювався. Оскільки «залізничний» індекс став містити акції авіакомпаній і автомобільних вантажоперевізників, то в 1970 р. його було вирішено перейменувати на «індекс транспортних компаній» (20 Transportations Average).

Отже, зараз розклад такий: показник 30 Industrials чи DJIA вважається найважливішим, 20 Transportations і 15 Utilities разом становлять четвертий індекс, що називається 65 Dow Jones Composite Average.

На протязі більш ніж вікової історії склад Dow Jones Industrial Average значно мінявся – різні компанії то потрапляли до нього, то зникали геть. Тільки General Electric незмінно залишався на місці. До оновленого складу DJIA 1 листопада 1999 р., крім Home Depot і SBC Communications, увійшли Intel і Microsoft, що котируються також і на ринку NASDAQ. Отже, сьогодні ми маємо наступний список «тридцятки»:

Alcoa, American Express, AT&T, Boeing, Caterpillar, Citigroup, Coca-Cola, DuPont, Eastman Kodak, Exxon Mobil, General Electric, General Motors, Home Depot, Honeywell International, Hewlett-Packard, IBM, Intel, International Paper, J.P. Morgan, Johnson & Johnson, McDonald's, Merck, Microsoft, Minnesota Mining & Manufacturing, Philip Morris, Procter & Gamble, SBC Communications, United Technologies, Wal-Mart Stores, Walt Disney.

Промисловий індекс (Industrial Average) – це середня ціна перелічених акцій. Але якщо якась з цих компаній повідомляє про членування акцій на менші акції (stock split) чи виплату дивідендів, то так званий поточний дільник – current divisor – зменшується.

З недавнього часу (1997 р.) на індекс Dow Jones з'явилися ф'ючерсні контракти в Чикаго.

Часто DJIA критикують за те, що дорогі акції (наприклад, IBM) впливають на індекс більше, ніж дешеві (наприклад, USX). До того ж деякі інвестори надають перевагу більш широкому вибору акцій, який складений з акцій 30 чи 65 компаній. Але їм є з чого вибрати – біржових індексів не бракує.

Індекс «Standard & Poor's» (S&P)

Цей індекс публікується незалежною компанією Standard & Poor's. Він зазвичай складається в двох варіантах - за акціями 500 корпорацій і за акціями 100 корпорацій.

S&P 500 являє собою зважений за ринковою вартістю індекс акцій 500 корпорацій, що представлені в ньому в наступній пропорції: 400 промислових корпорацій, 20 транспортних, 40 фінансових і 40 комунальних компаній. До нього вклю-

чені в основному акції компаній, зареєстрованих на Нью-Йоркській фондовій біржі, однак наявні також акції деяких корпорацій, що котируються на Американській фондовій біржі і в позабіржовому обороті. Індекс представляє близько 80% ринкової вартості всіх випусків, кодованих на Нью-Йоркській фондовій біржі. Цей індекс більш складний порівняно з індексом Доу-Джонса, але він вважається також більш точним через те, що в ньому представлені акції більшої кількості корпорацій і акції кожної корпорації зважуються на величину вартості всіх акцій, що знаходяться в руках акціонерів. Ф'ючерсні й опціони за ним продаються на Чиказькій товарній біржі.

S&P 100 обчислюється на тій же основі, що й індекс за акціями 500 корпорацій, але складається з акцій корпорацій, за якими існують зареєстровані опціони на Чиказькій біржі опціонів. В основному це промислові корпорації.

Існують також інші індекси сімейства Standard & Poor's:

- S&P Europe 350;
- S&P Latin America 40;
- S&P Asia Pacific 100;
- S&P MidCap 400;
- S&P SmallCap 600;
- S&P REIT Composite;
- S&P/BARRA Growth & Value;
- S&P/TOPIX 150;
- S&P/TSE 60;
- S&P/TSE Canadian MidCap;
- S&P/TSE Canadian SmallCap.

NASDAQ індекси.

Історія NASDAQ веде відлік з 8 лютого 1971 р., із дня її перших офіційних торгів. NASDAQ – це автоматизована система роздрібної торгівлі цінними паперами, буквальный переклад назви «автоматизоване котирування Національної асоціації торговців цінними паперами» – National Association of Securities Dealers Automated Quotation – «NASDAQ». У 1994 р. NASDAQ за середньорічним обсягом торгів обійшла найбільшу і престижну Нью-Йоркську фондову біржу. А злиття NASD і AMEX, що відбулося 4 роки по тому, ще більше зміцнило позиції утвореної Nasdaq Amex Market Group.

Для оцінювання стану ринку придумали цілу серію індексів:

1. Nasdaq Composite – узагальнюючий індекс, що враховує акції всіх майже 5 тис. компаній (як американських, так і іноземних), включених до лагтингу NASDAQ. Акції кожної з них впливають на індекс пропорційно до своєї ринкової вартості. Остання розраховується дуже просто: загальна кількість акцій компанії XYZ збільшується на поточну ринкову вартість однієї акції XYZ.

2. Індекс Nasdaq National Market Composite аналогічний до Nasdaq Composite, відмінність лише в тому, що його встановлено на основі акцій з лагтингу Національного ринку – однієї з двох частин ринку NASDAQ.

3. Індекс Nasdaq-100 складають найбільші нефінансові американські й іноземні компанії, що входять до лагтингу NASDAQ, – виробники комп'ютерного «заліза»

і «софта», телекомунікаційні компанії, роздрібні й оптові торгові фірми, а також компанії, пов'язані з біотехнологією. (До речі, компаній неамериканського походження на NASDAQ більше, ніж на AMEX і NYSE разом узятих.)

Спочатку головним критерієм потрапити на верхні рядки індексу була вага компанії, виражена в доларах США, – ринкова капіталізація, але в грудні 1998 р. було здійснене хитре «перебалансування», за яким ринкова капіталізація кожної компанії вже збільшувалася на деякий ваговий коефіцієнт, що переглядався щокварталу. Результатом цього нововведення, на думку окремих дослідників, мала стати більша диверсифікованість. Як результат, наприклад, Microsoft поступається Cisco Systems, хоча за капіталізацією Microsoft у кілька разів перевищує останню.

4. Галузеві індекси враховують вид діяльності складових їхніх компаній. Наприклад, Nasdaq Financial-100 визначається на основі близько ста акцій фінансових компаній. Індекси Nasdaq Industrial, Nasdaq Transportation, Nasdaq Bank, Nasdaq Telecommunications, Nasdaq Insurance, Nasdaq Computer, Nasdaq Other Finance, Nasdaq Biotechnology характеризують курсові коливання акцій промислових і транспортних компаній, банків, телекомунікаційних, страхових і комп'ютерних компаній, фінансових небанківських установ, компаній, що працюють з біотехнологіями.

Індекс Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE Index)

Цей індекс являє собою зважений за ринковою вартістю показник руху курсів акцій усіх корпорацій, що зареєстрували свої папери на Нью-Йоркській фондовій біржі (New York Stock Exchange), тобто, по суті, цей показник являє собою середню ціну на акцію по всіх компаніях на Нью-Йоркській фондовій біржі, зважену за ринковою вартістю акцій кожної корпорації (з відповідними коректуваннями по факторах членування акцій на менші акції, злиття і поглинання). На відміну від індексу Доу-Джонса, що виражається в пунктах, індекс NYSE виражається в доларах. Операції з опціонами за цим індексом здійснюються на самій Нью-Йоркській фондовій біржі. Операції з ф'ючерсними контрактами здійснюються на Нью-Йоркській біржі ф'ючерсів, що є підрозділом Нью-Йоркської фондової біржі.

Індекси Американської фондової біржі (AMEX)

Американська фондова біржа публікує два основних індекси, що обчислюються на зовсім різній основі.

Основний ринковий індекс Американської фондової біржі (AMEX Major Market Index) є простим середнім показником руху цін 20 провідних промислових корпорацій. Він був задуманий Американською фондовою біржею як своєрідний субститут промислового індексу Доу-Джонса. Хоча він розраховується і публікується Американською фондовою біржею, до його складу входять акції корпорацій, зареєстрованих на Нью-Йоркській фондовій біржі. Знаменно, що 15 з них є також компонентами промислового індексу Доу-Джонса. Операції з ф'ючерсами за цим індексом здійснюються на Чиказькій торговій біржі.

Індекс ринкової вартості Американської фондової біржі (AMEX Market Value Index) обчислюється на принципово іншій основі: він є показником, зваженим

за ринковою вартістю усіх випущених акцій тих корпорацій, що включені до нього як компоненти. Вперше він був опублікований у вересні 1973 року. Він містить у собі як компоненти понад 800 випусків акцій, що представляють цінні папери корпорацій усіх великих галузевих груп, зареєстрованих на Американській фондовій біржі, включаючи, крім звичайних акцій, американські депозитні відомості і передплатні сертифікати. З технічного погляду він унікальний через те, що при його розрахунку передбачається, що дивіденди у формі наявних, виплачувані по вхідних у його склад акціях, і на цій основі вони відбиваються в індексі. Опціони за цим індексом котируються на Американській фондовій біржі.

Сімейство індексів Рассела

Індекси Рассела розраховуються компанією Френка Рассела, Frank Russell Company. Серед найвідоміших: Russell 3000 Index відбиває динаміку акцій 3000 найбільших за ринковою капіталізацією американських компаній, на які припадає близько 98% вартості всього американського ринку акцій. Russell 1000 Index відбиває динаміку акцій 1000 найбільших компаній з Russell 3000 Index, на які припадає близько 92% сукупної капіталізації компаній, представлених у Russell 3000 Index. Russell 2000 Index відбиває динаміку 2000 більш дрібних компаній, представлених у Russell 3000 Index, на які припадає близько 8% сукупної ринкової капіталізації компаній з Russell 3000 Index.

Value Line Composite

Зважений за ціною індекс як протилежність індексу, зваженому за капіталізацією. Дехто вважає, що цей індекс дає краще уявлення про ефективність інвестицій, оскільки окремі акції не переважають у ньому, і більшість індивідуальних інвесторів не будують свій бізнес зі зважуванням за ринковою капіталізацією.

Франція

Основними фондовими індексами є CAC-40 і CAC General

CAC 40 розраховується за 40 акціями найбільших емітентів, що торгують на Паризькій фондовій біржі. Ф'ючерсний контракт на цей індекс, можливо, є найбільш популярним і тому, що користується попитом ф'ючерсним контрактом в усьому світі.

CAC General розраховується за акціями 250 емітентів.

Німеччина

Основним фондовим індексом є DAX 30, що охоплює 30 найбільш торговельних акцій (на основі торгової статистики за 3 останні роки) на Франкфуртській біржі. Індекс зважений за ринковою капіталізацією.

За результатами торгів в електронній системі розраховується індекс Xetra DAX, він практично збігається з DAX 30. Однак електронна сесія довша, тому ціни можуть істотно відрізнятись. Розраховуються також DAX 100 і композитний індекс CDAX за 320 акціями.

Великобританія

FT-SE 30 Share Index, Financial Times Industrial Ordinary Share Index уперше почав публікуватися в 1935р. і охоплює акції 30 промислових і торгових компаній. Розраховується як середнє геометричне, що визначається шляхом перемножування курсів 30 акцій з вибірки і наступного добування кореня 30 ступеня.

FT-SE 100 – найбільш поширений індекс у Великобританії, широко відомий як ‘footsie’ (Футси 100). Являє собою зважений арифметичний індекс, що розраховується на базі 100 найбільших за ринковою капіталізацією компаній Великобританії на щохвилинній основі. На компоненти «Футси» припадає близько 70% загальної капіталізації фондового ринку Великобританії. FT-SE Mid 250 – індекс акцій компаній із середньою капіталізацією, на які припадає приблизно 20% ринку Великобританії. Розраховується з грудня 1985р.

Японія

Головний фондовий індекс Японії – Nikkei (скорочене від словосполучення «nihon keizai» - «nihon» по-японськи Японія, а «keizai» – «фінанси, економіка»). У його вибірку входять 225 акцій, найбільш торгових на Токійській фондовій біржі. Це середньоматематичний незважений індекс, що розраховується за тією ж методикою, що DJIA. Публікується з 1950р.

Другий досить популярний індекс – Торіх, що розраховується з 1968р. за всіма акціями, що торгуються на 1-ій секції ТФБ.

Індекс JPN є модифікованим зваженим індексом за ціною, що відбиває динаміку 210 звичайних акцій, активно торгівельних на Токійській фондовій біржі і в усіх галузях, що представляють великий обсяг японської економіки. JPN тісно пов’язаний з індексом Nikkei, але не ідентичний йому.

Канада

Найбільш відомий індекс Торонтської біржі TSE 300, зважений за величиною капіталізації і охоплює 14 секторів економіки.

Гонконг

Найбільш відомий індекс – зважений за ринковою капіталізацією індекс Гонконгської фондової біржі Hang Seng Index, що розраховується за акціями 33 компаній, капіталізація яких представляє близько 70% загальної капіталізації ринку. До складу індексу входять компанії 4 секторів: торгівля і промисловість, фінанси, комунальні послуги, земельна власність.

Перелічні вище індекси хоч і є основними і найбільш значущими не тільки для своїх національних економік, а й для усього світового господарства в цілому, представляють лише невелику частку з усіх використовуваних біржових і позабіржових котирувальних індексів. Індекси є динамічною економічною категорією, розвиваючись і вдосконалюючись разом зі змінами у світовій економіці. Створення

і використання індексів дозволило активізувати торгівлю цінними паперами в кілька разів, а отже, підвищити інвестиційну активність як розвинутих економік, так і держав, що розвиваються. Сучасний аналіз фондових ринків в основних своїх положеннях ґрунтується на аналізі біржових індексів. Саме така відкрита гра дозволить створити рівні передумови для успішного прогнозу і здійснення біржової діяльності як для великих, так і для малих і небагатих інвесторів.

4.7. Українська фондова біржа

В Україні прийнято і діє багато нормативних актів, що заклали основу для функціонування цінних паперів. Одним з головних нормативних актів, що регулює взаємини між всіма учасниками, є Закон України «Про цінні папери і фондову біржу». Відповідно до цього Закону фондова біржа створюється лише як акціонерне товариство. Її засновниками можуть бути лише торговці цінними паперами, і їх має бути не менш 20. Засновники повинні внести до статутного фонду біржі певну суму.

Акціонерами фондової біржі в нашій країні можуть стати як підприємці, великі банки, так і будь-який громадянин, що вклав свої заощадження в акції.

Фондова біржа України ґрунтується на безприбуткових засадах і повинна діяти на принципах ліквідності, тобто вільного перетворення цінних паперів у гроші без фінансових втрат для власника, стабільності ринку, широкої гласності та довіри. Це дозволить їй: залучати грошові суми для інвестицій у виробничу і соціальну сфери; перерозподіляти капітали між різними галузями і підприємствами; централізувати капітали, стабілізувати заощадження представників різних верств населення, створювати умови для розвитку в країні підприємницької діяльності.

Організацію українського ринку цінних паперів і створення необхідних умов для його функціонування взяла на себе Українська фондова біржа (УБФ). Серед її акціонерів (усього їх близько 30) такі великі республіканські банки, як Укрінбанк, Агпропромбанк, Укрсоцбанк, Ощадний банк України, регіональні банки в Одесі, Дніпропетровську, Харкові, Донецьку, Ужгороді, Криму.

Виходячи з важливої регулюючої ролі фондової біржі в економічному житті країни, встановлено, що вона є суб'єктом особливої державної реєстрації. Її реєструє Кабінет Міністрів України, тимчасом як товарну – виконком місцевої Ради (як і всіх суб'єктів підприємницької діяльності на загальній основі). Особливістю державного регулювання роботи біржі є те, що Міністерство фінансів призначає своїх представників, уповноважених стежити за дотриманням положень статуту і правил фондової біржі, що мають право брати участь у роботі її керівних органів. Така практика має місце в країнах з розвинутою економікою: наприклад, в Англії, США функціонують державні комісії з нагляду за фондовими біржами. Уряд має намір йти на визнання правонаступництва у відношенні цінних паперів і здійснювати компенсацію втрат від їх знецінювання.

Закон передбачає також особливі умови припинення діяльності фондової біржі. Одним з них є виникнення ситуації, коли в біржі залишається 10 членів і протягом 6 місяців до її складу не будуть прийняті нові члени. Таким способом законодавець намагається не допустити виникнення монополістів у сфері фондового ринку.

На УБФ відповідно до чинного законодавства можуть випускатися і бути в обігу як державні, так і недержавні цінні папери, укладатися касові угоди й угоди на термін.

Перші торги на УБФ відбулися 6 лютого 1992 р. Зараз, крім основної біржі, функціонують 25 її філій по всій Україні. 13 грудня 1993 р. відбулися перші електронні торги.

Практика функціонування фондового ринку показує, що ринок недержавних цінних паперів розвивається досить високими темпами. На 1 липня 1993 р. в Україні були зареєстровані 218 недержавних емітентів, якими випущено цінних паперів на загальну суму 41,1 млрд. крб. Більшість цих цінних паперів – акції. Їх випущено на суму 40,9 млрд. крб., а облігацій – тільки на 2,2 млрд. крб. Водночас видно тенденцію дозростання обсягів угод з реалізації кредитних ресурсів порівняно з продажем акцій та інших цінних паперів. На біржі провадяться і такі операції, як реалізація експортних квот, валютні торги тощо. Це свідчить про те, що біржа перебуває на «голодному пайку» (у країні не створений ринок цінних паперів на первинному рівні), немає товару фондової біржі – цінних паперів.