
ЧАСТИНА VI

РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ

План

- 6.1. Поняття та класифікація цінних паперів
- 6.2. Європапери. Ринок і операції
- 6.3. Біржове котирування цін
- 6.4. Фінансово-економічне оцінювання діяльності ринку цінних паперів
- 6.5. Акції, векселі, гроші
- 6.6. Міжнародний ринок цінних паперів

Поняття та терміни для засвоєння

ринок цінних паперів, обертаність, стандартність, серійність, документальність, урегульованість і визнання державою, ліквідність, ризикованість, обов'язковість виконання, облігація, акція, зобов'язання, сертифікат, вексель, застава, опціон, ф'ючерс, європапери, єврооблігації, євронот, єровекселі, закордонні облігації, глобальні облігації, міжнародні облігації, платіжний агент, біржове котирування цін, котирування цін, пропозиція на товарному біржовому ринку, цінова стратегія, інформаційний центр, префекції, трасант, акцептант, платіжне доручення, розрахунковий чек, чекодавець, чекодержатель, банк-емітент, акредитив, завдаток акредитиву, демонетизація, міжнародний ринок позичкових капіталів, ринок іноземних облігацій, ринок «євробондз»

6.1. Поняття та класифікація цінних паперів

Серед інструментів ринку цінних паперів важливе місце займають державні часткові зобов'язання. Їх емітентами є центральні уряди, органи влади на місцях, установи й організації, що користаються державною підтримкою.

Державні цінні папери випускаються для:

- фінансування поточного бюджетного дефіциту;
- погашення раніше розміщених позик;
- забезпечення касового виконання державного бюджету;
- згладжування нерівномірності надходження податкових платежів;
- забезпечення комерційних банків ліквідними резервними активами;
- фінансування цільових програм, розроблених місцевими органами влади;
- підтримки соціально значущих установ і організацій.

Випуск державних цінних паперів є найбільш економічно доцільним методом фінансування бюджетного дефіциту порівняно з практикою запозичення коштів у центральному банку і залученням доходів від емісії грошей. Справді, використання кредитних ресурсів центрального банку звужує його можливості регулювати позичковий ринок, і тому практично у всіх країнах з ринковою економікою встановлені обмеження на доступ уряду до цих ресурсів. Покриття дефіциту бюджету через емісію грошей призводить до надходження в оборот незабезпечених реальними активами платіжних коштів і пов'язане з інфляцією, розладом грошового обігу. Слід зазначити, що необхідність випуску боргових інструментів може з'явитися у зв'язку з потребою погашення раніше випущених урядом позик навіть без дефіцитності бюджету поточного року. Крім того, незалежно від наявності зазначених причин, у межах одного бюджетного року нерідко виникають відносно короткі розриви між державними доходами і витратами. Вони, зазвичай, пов'язані з тим, що пік надходжень платежів до бюджету припадає на визначені дати, встановлені для їх сплати і подачі податкових декларацій, тимчасом як бюджетні витрати мають більш рівномірний розподіл за часом. Тому держава може вдаватися до випуску короткострокових цінних паперів також з метою касового виконання бюджету. Випуск окремих видів державних цінних паперів може сприяти згладжуванню нерівномірності податкових надходжень, усуваючи тим самим причину касової незбалансованості бюджету. Наприклад, Казначейство (міністерство фінансів) Великобританії випускає іменні податково-депозитні сертифікати, що можуть за бажанням їхніх власників або в будь-який час бути повернуті назад, або використані при сплаті податків. В іншому випадку по сертифікатах виплачуються підвищені відсотки, завдяки чому стимулюється інтерес платників до завчасного внесення сум податкових платежів і знижується ймовірність касових розривів між доходами і витратами бюджету.

У багатьох країнах короткострокові державні цінні папери в різні періоди використовувалися з метою забезпечення комерційних банків ліквідними активами. Комерційні кредитні установи поміщають у фондові інструменти, що випускаються урядом, частину своїх ресурсів, головним чином, резервних фондів, що завдяки цьому не занепадають, а приносять дохід.

Державні цінні папери можуть випускатися для фінансування програм, здійснюваних органами влади на місцях, а також для залучення коштів у поза-

бюджетні фонди. Держава має право випускати не тільки свої власні цінні папери, а й давати гарантії по часткових зобов'язаннях, емітованих різними установами й організаціями, що, на її думку, заслуговують урядової підтримки. Такі часткові зобов'язання набувають статусу державних цінних паперів.

Фінансування державного боргу за допомогою випуску державних цінних паперів пов'язане з меншими витратами, ніж залучення коштів за допомогою банківських кредитів. Це пояснюється тим, що урядові часткові зобов'язання відрізняються високою ліквідністю й інвестори відчують набагато менше труднощів при їх реалізації на вторинному ринку, ніж при перепродажу позичок, наданих у борг державі. Тому державні цінні папери у країнах з ринковою економікою, як правило, є одним з основних джерел фінансування внутрішнього боргу.

Цінний папір - це грошовий документ, що засвідчує майнове право чи відношення позики власника документа до особи, що випустила такий документ; джерело формування статутного капіталу акціонерних товариств і фінансування витрат держави, територіально-адміністративних органів керування, муніципалітетів; форма вкладання коштів фізичними та юридичними особами і спосіб одержання прибутків від цих вкладень.

До цінних паперів відносяться грошові документи, що:

- посвідчують право володіння чи відносини позики;
- визначають взаємини між особою, що випустила ці документи, і її власником;
- передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів чи відсотків, а також можливість передачі грошових та інших прав, що впливають з цих відносин, іншим особам.

З якою метою випускаються цінні папери?

- По-перше, держава використовує їх як метод мобілізації грошових заощаджень громадян, тимчасово вільних фінансових ресурсів інституціональних інвесторів (страхові компанії, пенсійні фонди тощо) для фінансування витрат бюджету, що перевищують його доходи.

- По-друге, цінні папери використовуються для регулювання грошового обігу.

Наприклад, у США емісія готівки здійснюється центральним банком – Федеральною резервною системою (ФРС) під прийнятне забезпечення, головним чином, державними облігаціями. Після розміщення на первинному ринку державні цінні папери звертаються на вторинному ринку. При необхідності ФРС скуповує їх у комерційних банків. У результаті цієї операції збільшуються резерви комерційних банків у ФРС. А це означає, що комерційні банки можуть видавати підприємцям значно більші суми кредитів. Так, змінюючи суми випуску і скуповування цінних паперів, а також дисконтні ставки по кредитах, ФРС регулює грошовий обіг.

- По-третє, підприємства й організації використовують цінні папери як джерело інвестицій (створення нових фірм, розвиток діючих), що має значні переваги перед кредитом.

- По-четверте, підприємства, організації і банки використовують цінні папери як універсальний кредитно-розрахунковий інструмент. Цінні папери – це елемент бюджетного механізму, грошового обігу, господарського механізму підприємств.

Сьогодні на російському фондовому ринку в обігу наступні види державних цінних паперів і зобов'язань:

- державні короткострокові безкупонні облігації;
- державні довгострокові зобов'язання;
- казначейські зобов'язання і казначейські векселі;
- облігації державної внутрішньої валютної позики.

Дохід з державних цінних паперів може бути отриманий як дисконт від номінальної ціни і як купонні виплати. По облігаціях Державних позик власник облігації має право на одержання суми основного боргу (номінальної вартості), виплачуваної при погашенні випуску, чи іншого майнового еквівалента, а також на одержання відповідно до умов випуску доходу у вигляді відсотка, що нараховується до номінальної вартості облігації федеральних позик.

Як цінні папери, визнаються лише ті, що відповідають наступним вимогам:

- оборотність на ринку;
- доступність для цивільного обороту;
- стандартність і серійність;
- документальність;
- урегульованість і визнання державою;
- ліквідність;
- ризикованість;
- обов'язковість виконання.

Оборотність – це здатність цінного паперу купуватися і продаватися на ринку, а також у багатьох випадках виступати як самостійний платіжний інструмент, що полегшує звертання інших товарів.

Доступність для цивільного обороту – здатність цінного паперу не тільки купуватися і продаватися, а й бути об'єктом інших цивільних відносин, включаючи всі види угод (позики, дарування, збереження і т.ін.)

Стандартність – цінний папір повинен мати стандартний зміст (стандартність прав, що надає цінний папір, стандартність термінів, місць торгівлі, правил обліку й інших умов доступу до зазначених прав, стандартність угод, пов'язаних з передачею цінного паперу з рук у руки, стандартність форми самого паперу і т.ін.)

Серійність – можливість випуску цінних паперів однорідними серіями, класами.

Документальність. Цінний папір – це завжди визначений документ, що містить усі передбачені законодавством реквізити. Відсутність хоча б одного з них веде до недійсності цінного паперу чи переведенням його в розряд інших зобов'язальних документів.

Урегульованість і визнання державою. Документи, що претендують на статус цінних паперів, мають бути визнані державою в якості таких, що забезпечують їх добру врегульованість і довіру до них. Погано врегульовані і не визнані державою папери не можуть претендувати на статус цінних.

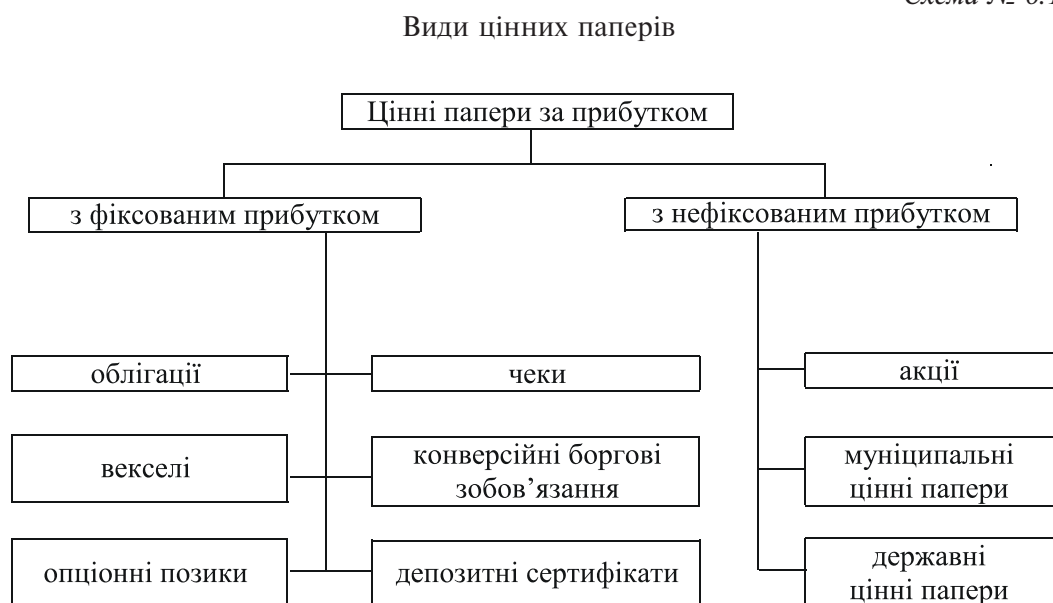
Ліквідність – здатність цінного паперу бути швидко проданим, перетворитися в кошти без втрат для власника.

Ризикованість – імовірності втрат, пов'язаних з інвестиціями в цінні папери, що неминуче їм властиві.

Обов'язковість виконання. Законодавство не допускає відмови від виконання зобов'язання, вираженого цінним папером, якщо тільки не буде доведено, що цінний папір потрапив до власника неправомірним шляхом.

Цінні папери можуть існувати у формі окремих документів чи записів на рахунках. Цінні папери можна поділити на папери з фіксованим і нефіксованим доходом, державні, муніципальні, корпоративні і похідні цінні папери.

Схема № 6.1.



Є і змішані форми. Цінні папери з фіксованим доходом (їх називають також борговими зобов'язаннями) представлені облигаціями, депозитними сертифікатами, чеками і векселями. Цінні папери з нефіксованим доходом - це насамперед акції.

До змішаних форм можна віднести конверсійні боргові зобов'язання й опціонні позики, що мають певну схожість з облигаціями і являють собою перехідну до акцій форму цінного паперу з фіксованим доходом. Обидва види цінних паперів мають твердо фіксований відсоток, але на відміну від звичайних корпоративних облигацій, їх купівля пов'язана з можливістю надалі придбати акції.

Види цінних паперів: облигації, акції, зобов'язання, сертифікати, векселі, ноти, заставні, варант, опціони, ф'ючерси та ін.

Облігація – цінний папір, що засвідчує відношення позики між її власником (кредитором) і особою, що випустила її (емітентом, боржником). Облігації – часткові зобов'язання емітентів, джерело фінансування витрат бюджету, що перевищують доходи; джерело фінансування інвестицій акціонерних товариств; форма заощаджень коштів громадян і організацій та одержання ними доходу.

На облигації зазначена номінальна вартість. Вона може бути продана за суму меншу, ніж номінальна вартість (зі знижкою). Тоді особа, що випустила її, зобов'язана відшкодувати власнику в передбачений термін номінальну вартість. Дохід власника в цьому випадку утвориться як різниця між номінальною і продажною ціною (дисконта до номіналу). Облігація може бути продана за номінальною вар-

тістю або за ринковою ціною. У цьому випадку особа, що випустила облігацію, зобов'язана відшкодувати її власнику в передбачений термін номінальну вартість і сплатити йому фіксований відсоток. При купівлі облігації за номіналом дохід власника дорівнює отриманому відсотку. При перепродажу облігацій за ринковою ціною власник її має прибуток чи збитки як різницю між ціною купівлі і ціною продажу і дохід, як відсоток. У випадку фіксованого відсотка облігації – твердо доходні цінні папери.

Облігації випускають держави (центральный уряд, уряди республік, галузей, штатів, муніципалітети), підприємства й організації (акціонерні товариства). Облігації, що випускаються державою, мають й інші назви (казначейські векселі, казначейські зобов'язання, ноти, сертифікати). Але по суті всі ці цінні папери - облігації.

Облігації є:

- *продовжувані* – дають змогу власнику продовжити термін погашення і одержувати відсотки протягом цього терміну;
- *відстрочені* – дають емітенту право на відстрочення погашення;
- *конвертовані* – дають власнику право обміняти облігації на акції того ж емітента;
- *індосирувані* – випущені однією компанією і гарантовані іншою;
- *індексовані* – по яких інвестору надаються різні гарантії при інфляції;
- *з трастовим забезпеченням* – забезпечені іншими цінними паперами, що знаходяться у фінансовій установі (в емітента) на трасті (довірчому збереженні);
- *з викупним фондом* – облігації, при випуску яких зарезервовані спеціальний фонд для погашення;
- *іпотечні* – випускаються під забезпечення нерухомим майном (земля, виробничі і житлові будинки);
- *з відсотком, що змінюється* – він варіюється залежно від становища на фінансовому ринку.

Вексель – цінний папір, що засвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця сплатити власнику векселя (векселедержателю) визначену суму у визначений термін. Вексель виконує кредитну і розрахункову функції; він застосовується як вид платежу.

Види векселів:

- *простий і переказний (тратта)*. Простий вексель – нічим не підкріплене зобов'язання векселедавця сплатити векселедержателю після настання строку певну суму грошей. Переказний вексель – *наказ векселедержателя (трасанту)*, адресований платнику (трасатові), про сплату зазначеної у векселі суми грошей третій особі - першому власнику векселя (ремітентові);
- *доміцильований* – має застереження про те, що він підлягає відплаті третьою особою (доміцілатом) за місцем проживання платника чи в іншому місці;
- *торговий вексель* – заснований на торговій угоді;
- *фінансовий вексель* – платниками за таким векселем виступають банки.

Реквізити простого векселя:

- назва (вексель, проста і нічим не підкріплена обіцянка оплатити визначену суму), зазначення терміну платежу;
- зазначення місця, в якому має відбутися платіж;

- найменування того, кому за наказом платіж повинен бути здійснений;
- зазначення дати і місця складання векселя;
- підпис векселедавця.

У перекладному векселі замість нічим не підкріпленої обіцянки сплатити визначену суму міститься нічим не підкріплена пропозиція сплатити визначену суму і додатково до реквізитів простого векселя вказується платник.

Власник векселя до закінчення терміну оплати може передати його іншій особі за допомогою передатного напису (індосаменту); може також запропонувати вексель банку. Банк виплатить йому зазначену у векселі суму, вирахувавши відсотки за час з моменту сплати до терміну платежу за таксою банківської комісії. Банк же чекає терміну платежу й одержує суму, зазначену у векселі, або перепродує вексель на ринку цінних паперів (зі знижкою), або перераховує вексель у центральному (державному) банку зі сплатою йому офіційної облікової процентної ставки.

Векселі використовуються в розвинутих країнах уже кілька століть. У СРСР векселі використовувалися в 1922-1930 р. Друге життя векселя почалося в 1996 р. з переходом до ринку.

Заставна – цінний папір, документ про заставу боржником нерухомого майна (землі, будівлі), що дає кредитору право продажу закладеного майна за несплати йому боргу вчасно. Заставне свідчення - документ про заставу боржником рухомого майна (картин, коштовностей та ін.), що дає кредитору право продажу закладеного майна при несплаті йому боргу вчасно. Види заставних:

- іменні,
- ордерні,
- на пред'явника.

Ордерні заставні можуть передаватися від однієї особи до іншої за передатним написом. Заставні мають широке використання в країнах з ринковою економікою.

Облігації, акції, векселі, заставні - основні цінні папери. Варанти, опціони, ф'ючерси - похідні від них цінні папери.

Варант – сертифікат (посвідчення), що дає його власнику право здобувати цінні папери за ціною, передбаченою контрактом, протягом визначеного часу чи безстроково.

Опціон – контракт (угода), що передбачає право особи, яка придбала опціон, протягом певного терміну купити за визначеною ціною певну кількість акцій в особи, що продає опціон (опціон типу «пута»), або продати його йому (опціон типу «путу»). На відміну від варанта опціон надає право не тільки купити, а й продати цінні папери, причому визначену їх кількість.

Ф'ючерс – контракт (угода), що знаходиться на біржі і являє собою купівлю-продаж цінних паперів по фіксованій на момент його випуску ціні, з виконанням операції через певний проміжок часу (до визначеної дати). На відміну від опціону ф'ючерс являє собою не право, а зобов'язання купівлі-продажу цінних паперів.

Термін «сертифікат» як цінний папір має два значення:

- документ – свідчення кредитної установи про депонування коштів, що засвідчує право вкладника на одержання депозиту (деPOSITні сертифікати), чи свідчення банку про одержання грошей від громадян для довгострокового їх заощадження (ощадні сертифікати);

· вид облігацій державних позик. Сертифікати дають можливість банкам залучити вкладників вільних коштів.

Перевага сертифікатів перед звичайними депозитними внесками в тому, що вони можуть перепродуватися на вторинному ринку.

Власник сертифіката одержує дохід або як відсоток, або як різницю між сумою, що підлягає виплаті, і купівною ціною сертифіката.

Види сертифікатів:

· *іменні та на пред'явника*. Останні можуть обертатися на вторинному ринку. У продажну ціну включається і нарахований на момент продажу відсоток;

· *до запитання і термінові*. Депозитні сертифікати до запитання дають власнику право на вилучення певних сум після пред'явлення сертифіката. На термінових депозитних сертифікатах зазначений термін відплати і розмір належного відсотка.

6.2. Європапери. Ринок і операції

Активна інтеграція світових ринків капіталу почалася близько двадцяти років тому й істотно посилилася за останні кілька років. Міжнародні ринки капіталів зараз набагато більше пов'язані, тому що інвестори, емітенти і фінансові посередники стали більш досвідченими, розвиток інформаційних технологій і зв'язку вивів усі фінансові операції в нову площину, а координація міжнародних і національних регулятивних інститутів стала більш сильною.

За останні два – три десятиліття склався глобальний ринок капіталів, здатний переборювати суперечності і незручності національних режимів регулювання, забезпечуючи при цьому постійний моніторинг якості позичальників, – це ринок європаперів і, насамперед, єврооблігацій, що становлять найбільшу його частину.

Цей ринок виник як відповідна реакція на заходи для контролю за рухом капіталів, уведені в США. Становлення ринку європаперів є наочною ілюстрацією того, як різноманітні обмеження стимулюють фінансові нововведення, що, у свою чергу, стимулюють їх скасування.

Зараз можна лише припускати, яким був би фінансовий світ і співвідношення сил у глобальній конкурентній боротьбі, якби певні обмежувальні заходи, в результаті яких Європа одержала серйозний імпульс для розвитку власних фінансових центрів, не були прийняті в США. Безперечно, введення нової європейської валюти – «євро» і утворення на території Європи єдиного фінансового ринку знаменують собою чергову стадію в процесі глобалізації економічних процесів.

Тим часом глобалізація ринку капіталів – далеко не однозначне явище. Цей процес неминуче вступає в суперечність з діючими національними режимами регулювання і пов'язаний із серйозними макроекономічними обмеженнями та ризиками. Крім усього іншого, в умовах вільного переміщення капіталів будь-яке відхилення країни-емітента від суворої фінансової дисципліни неминуче призводить до відтоку коштів і підвищення вартості їх залучення в майбутньому. Це особливо небезпечно в країнах зі слабкими системами регулювання, з недостатньою капіталізацією банківських систем. Не випадково міжнародні фінансові кризи (мексиканська – 1994 р., азіатська – 1997 р. і події в Україні в 1998 р.) торкнулися

головним чином ринкової економіки, що формувалася. Саме вони стали жертвами «відпливу» капіталів, кризи платіжних балансів і обмінного курсу.

Однак знову встановлювати бар'єри на шляху вільного переміщення капіталів навряд чи видається раціональним, тому що глобалізація обіцяє чималі переваги як інвесторам, так і позичальникам, оскільки, надаючи суб'єктам ринку максимально різноманітний вибір, дозволяє укласти більш ефективні, з погляду їх потреб, угоди.

Чіткої позиції щодо того, коли виник ринок європаперів не існує. Відомо, що в 40-50-х роках минулого сторіччя ряд емітентів здійснював випуск єврооблігацій у доларах США, розміщаючи їх у Європі, як приклад, можна навести розміщення подібних позик у Нідерландах компанією Philips.

Однак відповідно до найбільш поширеного погляду, дебютний випуск єврооблігацій був здійснений італійською компанією з будівництва автодоріг Concessione e Construzioni Autostrade у липні 1963 року. Всього було випущено 60 000 облігацій номіналом \$ 250. По кожній облігації щорічно 15 липня виплачувався фіксований процентний дохід у розмірі 5,5 %. Генеральним керівником (lead-manager) позики став англійський торговий банк (merchant bank) S.G. Warburg & Co., співкерівником (co-managers) - Banque de Bruxelles S.A., Deutsche Bank A.G., Rotterdamsche Bank N.V.. Лістинг був отриманий на Лондонській фондовій біржі.

Найбільш бурхливий його розвиток спостерігався наприкінці 60-х - початку 70-х років і виражав реакцію учасників фінансових ринків на законодавчі обмеження, введені в 1963 році урядом США на вивіз капіталу і залучення іноземними емітентами коштів на американському фондовому ринку, а також жорсткий податковий режим для інвесторів по доходах, отриманих від закордонних облігацій типу Yankee Bonds. Усе це послужило безпосереднім поштовхом до переміщення фінансових операцій з американського фондового ринку на європейський.

Безперечно, розвитку ринку єврооблігацій сприяли й інші фактори. Зокрема, м'яка система регулювання випуску і звертання єврооблігацій, можливість страхування від валютних ризиків, прагнення інвесторів до придбання коштовних високоякісних паперів, низькі відсоткові ставки по них.

За період 1946–1963 рр. іноземні позичальники розмістили в США облігації в доларах США на суму 14 млрд. доларів.

Незважаючи на організаційні складності, пов'язані з організацією цих випусків у Комісії з цінних паперів і бірж США (Securities and Exchange Commission), іноземні позичальники охоче йшли на це, оскільки відсоткові ставки в США були нижчі, ніж у Європі.

Щоб призупинити вплив капіталу за рубіж, 18 червня 1963 року США ввели спеціальний зрівняльний податок на прибуток (Interest Equalization Tax), що заклав американський ринок для іноземних інвесторів, оскільки збільшив вартість кредиту на 1 %. У 1967 році податок був збільшений до 1,5 % і відмінений лише в 1974 році. Але при цьому потреба в доступі до джерела капіталу залишилася, вона була задоволена за рахунок випуску саме єврооблігацій.

Перші випуски були орієнтовані на багатих приватних інвесторів на континенті і швейцарські банки. Існують інші погляди на те, чи першими інвесторами єврооблігацій були бельгійські дантисти, які намагалися шляхом купівлі цих єврооблігацій уникнути сплати податків, також диктатори різних установ. На сьогодні

під поняттям «бельгійські дантисти» розуміють багатих індивідуумів – інвесторів єврооблігацій.

Другий поштовх до розвитку ринку єврооблігацій дала війна у В'єтнамі і викликані нею обмеження. У лютому 1965 року президент Л. Джонсон оголосив про програму добровільних обмежень на вивіз капіталу (Voluntary Restraint Program). Дочірні компанії американських ТНК заохочувалися до мобілізації коштів на європейських ринках. У січні 1968 року кабінет Джонсона ввів прямі обмеження на інвестиції за межами США.

З цього моменту починається період бурхливого зростання ринку єврооблігацій і поява необхідної інфраструктури. У 1968 році американський банк Morgan Guaranty створює кліринговий центр з торгівлі єврооблігаціями Euroclear, у 1970 році виникає його основний конкурент Cedel. У 1969 році найбільші оператори на ринку єврооблігацій утворили власну саморегульовану організацію - Асоціацію міжнародних облігаційних дилерів (Association of International Bond Dealers). У 90-х вона була перейменована в Асоціацію учасників міжнародних фондових ринків (ISMA - International Securities Markets Association).

Скасування обмежень на вивіз капіталу в 70-і роки вже ніяк не позначилося на ринку єврооблігацій, він продовжував розвиватися прискореними темпами. Черговий поштовх у його розвитку дав світову боргову кризу початку 80-х років.

Відмова уряду Мексики (серпень 1982 р.), а слідом за ним Бразилії, Аргентини і багатьох інших країн виконувати умови міжнародних позик призвів до світової боргової кризи, що була переборена частково за рахунок великих втрат кредиторів, частково за рахунок переоформлення заборгованості в цінні папери. Синдикована позика як метод залучення фінансових ресурсів на міжнародному ринку з того часу втратила значення, і її місце зайняв випуск єврооблігацій. У середині 1990-х років на єврооблігації припадало близько 2/3 позичкових капіталів, отриманих на міжнародних ринках.

Ринок європаперів (euromarket), загалом кажучи, поняття умовне. Більшість угод проводиться на ньому через фінансові центри Лондона (на нього припадає близько трьох чвертей вторинного ринку єврооблігацій), Гонконгу, Сингапуру, ряду країн Карибського басейну, а також, меншою мірою, Нью-Йорка і Токіо. Щоб дати уявлення про можливості цього ринку, досить сказати, що обсяг угод на ньому з усіма видами боргових зобов'язань перевищує 1,2 трлн. \$ на квартал – це на порядок вище, ніж на ринку будь-якої країни. Інакше кажучи, тут можна знайти гроші під найдорожчий проект. Не дивно, тому що 95 % усіх синдикованих кредитів надано саме через євrorинок. І низький рівень ставок саме і є наслідком величезного зростання операцій та учасників. Своім розвитком євrorинок зобов'язаний, у кінцевому підсумку, тому, що практично у всіх країнах існують обмеження на операції на фінансовому ринку, причому не тільки на рівні відсоткових ставок. Скажімо, у 1957 році в США обмежені іноземні інвестиції. А у Великобританії якийсь час існувала заборона на використання кредитів у фунтах стерлінгах для фінансування торгівлі між іншими країнами.

Та й в Україні ще зовсім недавно – в умовах дуже високої інфляції – основною валютою у розрахунках був американський долар.

Крім величезної ємності, ринок європаперів привабливий ще й тим, що дозволяє емітентам знижувати витрати за рахунок проведення арбітражних операцій,

за рахунок використання розходжень у валютних курсах, у відсоткових ставках, а також за рахунок податкових пільг. Багато фінансових центрів євrorинку – офшорні зони. До речі, японські банки майже всі випуски середньострокових єврооблігацій здійснювали в 1995 році саме через них.

Споконвічно ринок європаперів був ринком нерегульованим. Необхідність вироблення правил гри призвела до створення ISMA і зв'язаної з нею групи Міжнародної асоціації первинних дилерів (International Primary Market Association). На початку 90-х років у ISMA налічувалося 866 членів, серед них 166 з Великобританії, 138 – зі Швейцарії, 57 – з Німеччини, 60 – з Люксембургу. Штаб-квартира ISMA знаходиться у Швейцарії, однак велика частина роботи проводиться в Лондоні, де розташований секретаріат.

ISMA надає всім зацікавленим особам інформацію з ринків європаперів, а також проводить освітні семінари з видачею дипломів для роботи на міжнародних фондових ринках.

Оскільки основним центром торгівлі єврооблігаціями був і залишається Лондон, діяльність ISMA в основному здійснюється в Сіті. Відповідно до законодавства Великобританії, ISMA, з одного боку, має статус спеціальної біржі, а з другого, – визнається Радою з цінних паперів і ф'ючерсних (SFA) міжнародною саморегульованою організацією, у віданні якої знаходиться ринок європаперів.

Професійні учасники ринку європаперів, що діють у Лондоні, зобов'язані відповідати всім вимогам регулювальних органів цієї країни, насамперед Управління з цінних паперах та інвестицій SIB – Securities and Investment Board і Ради з цінних паперів і ф'ючерсних SFA – Securities and Futures Authority.

Види європаперів. Загальне визначення європаперів може бути таким: **європапери** – це цінні папери, випущені у валюті, відмінній від національної валюти емітента.

Однак існує офіційне визначення європаперів, що дається в Директиві Комісії європейських співтовариств від 17 березня 1989 р., що регламентує порядок позиції нових емісій на європейському ринку.

Відповідно до цієї Директиви, європапери - це цінні папери, якими торгують, з наступними характерними рисами, а саме:

- проходять андеррайтинг і розміщуються за допомогою синдикату, мінімум два учасники якого зареєстровані в різних державах;
- пропонуються в значних обсягах в одній і більше державах, крім країни реєстрації емітента;
- можуть бути спочатку придбані тільки за посередництвом кредитної організації чи іншого фінансового інституту.

До європаперів відносяться:

- **Євроноти** (medium-term euronotes, EMTNs) – середньострокові іменні облігації, що зазвичай випускаються під конкретного інвестора. Головна перевага євронота – можливість організувати їх емісію за кілька днів чи навіть годин. Завдяки цьому, а також низьким емісійним витратам, за останні шість років сектор євронота виріс утричі. Щоправда, на їх випуск центробанки основних європейських країн накладають серйозні обмеження.

- **Євроекселі** (euro-commercial paper, ECP) – незабезпечені зобов'язання, що не призначені для публічного розміщення і не звертаються на вторинному ринку.

Як правило, євроекселі випускаються на термін від одного до п'яти років компаніями, платоспроможність яких не викликає сумнівів.

Міжнародні облігації (international bonds). Вони, у свою чергу, поділяються на:

- єврооблігації (eurobonds);
- закордонні облігації (foreign bonds);
- глобальні облігації (global bonds);
- рівнобіжні облігації (parallel bonds).

Єврооблігації. Виділимо кілька характерних особливостей, що відрізняють єврооблігації від інших форм запозичень:

- Єврооблігації розміщуються одночасно на ринках кількох країн, при цьому валюта єврооблігаційної позики не обов'язково є національною як для кредитора, так і для позичальника.

- Розміщення здійснюється емісійним синдикатом, що, як правило, представляє банки, зареєстровані в різних країнах.

- Випуск і звертання єврооблігацій здійснюється відповідно до сталих на ринку правил і стандартів. Основна частина емісій єврооблігацій провадиться без забезпечення, хоча в окремих випадках можливе забезпечення у формі гарантії третіх осіб чи майна емітента. Емісія єврооблігацій супроводжується певними додатковими умовами і застереженнями, покликаними знизити ризики для власників цінних паперів. Найбільш поширеною є т. зв. «негативна застава» (умови випуску передбачають зобов'язання емітента не випускати більше паперів, що володіють переважним правом погашення). У випадку настання технічного неплатежу по якому-небудь одному випуску єврооблігацій, передбачений крос-дефолт — дострокове погашення всіх випусків єврооблігацій, що знаходяться в звертанні. Випуск облігацій, як правило, зумовлений зобов'язаннями емітента підтримати певне співвідношення власного і позикового капіталу, обмежити випуск інших боргових зобов'язань протягом зазначеного часом.

- Єврооблігації, як правило, цінні папери на пред'явника (bearer bonds).

- Доходи по єврооблігаціях виплачуються в повному обсязі без утримання податку в країні емітента. Якщо ж місцеве законодавство передбачає утримання податку на відсотки, що платить позичальник, останній зобов'язаний довести величину відсоткових платежів до рівня, що забезпечує інвестору відсотковий дохід, який дорівнює номінальному купону.

Різновидом єврооблігацій є облігації «драгон» - dragon bonds - євродоларові облігації, розміщені на азіатському (насамперед, японському) ринку і мають лістинг на якій-небудь азіатській біржі, зазвичай в Сингапурі чи Гонконгу.

Префікс «євро» сьогодні - данина традиції, оскільки перші єврооблігації з'явилися в Європі, торгівля ними здійснюється переважно там же.

Закордонні облігації - облігації, випущені і розміщені емітентом-нерезидентом у якій-небудь іноземній державі у валюті цієї країни за допомогою синдикату андеррайтерів з даної країни. До них відносяться звані облігації «янки» - yankee bonds у США; «самураї» - samurai bonds, «шибосаї» - shibosai bonds, «даймо» - daimyo bonds, «шагун» - shogun bonds у Японії; «бульдог» - bulldog bonds в Англії; «Рембрандт» - Rembrandt bonds у Голландії; «матадор» - matador bonds в Іспанії; «кенгуру» - kangaroo bonds в Австралії.

Глобальні облігації - облігації, розміщені одночасно на ринку єврооблігацій і на одному чи кількох національних ринках.

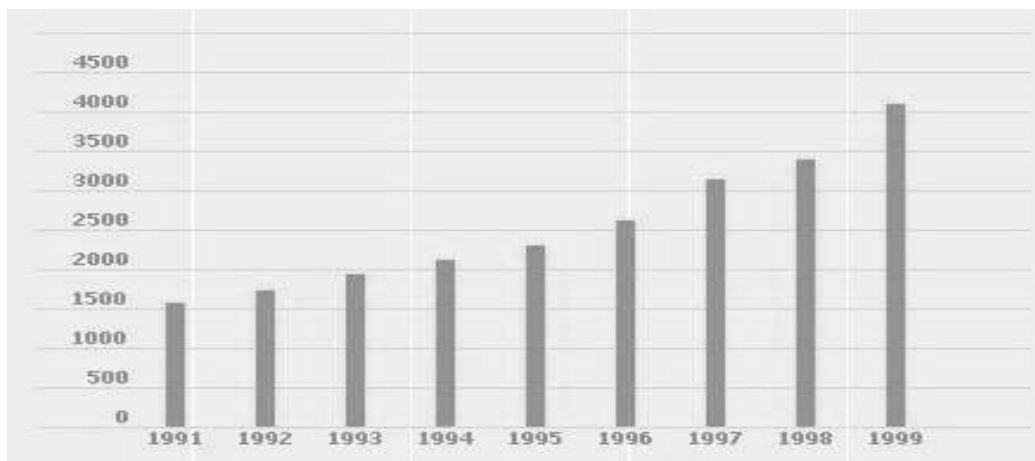
Рівнобіжні облігації parallel bonds - облігації одного випуску, розташовувані одночасно в кількох країнах у валюті цих країн.

Термін «**міжнародні облігації**» вживається в широкому і вузькому значеннях. У широкому значенні в це поняття входять всі основні боргові інструменти, розміщені на закордонних ринках, тобто, це довгострокові боргові інструменти, облігації (bonds), і середньострокові боргові інструменти (notes). Короткострокові інструменти - депозитні сертифікати і комерційні папери - у це поняття не входять. У вузькому значенні під міжнародними облігаціями розуміють саме довгострокові інструменти - bonds.

Загальна кількість європаперів, що оберталася на ринку (включаючи короткострокові) перевищувала в 1995 році 40 000, а обсяг ринку перевищував 2 трлн. доларів.

Діаграма № 6.1.

Динаміка росту ринку європаперів



(одиниця – млрд. дол.)

Зупинімося детальніше на єврооблігаціях.

Типова єврооблігація – пред'явницький цінний папір у формі сертифіката з фіксованою відсотковою ставкою, по якій прибуток виплачується один раз шляхом пред'явлення купонів до оплати, погашення провадиться наприкінці терміну одноразовим платежем чи протягом визначеного терміну з фонду погашення.

Разом з тим, існують і реєстраційні випуски; єврооблігації можуть випускатися як у документальній, так і в бездокументній формі. Велика частина єврооблігацій випускається без надання застави, при цьому ніяких обмежень на використання кредитних ресурсів не існує.

Класифікація єврооблігацій:

· За виплатою купонного доходу:

- Облігації з фіксованою відсотковою ставкою – *Fixed Rate Bond*.

- *Облігації з нульовим купоном – Zero Coupon Bond.*

- *Capital Growth Bond.* Ціна розміщення дорівнює номіналу, а погашення проводиться за більш високою ціною. Наприклад, у 1985 році Deutsche Bank Finance N.V. випустив облігації, що були погашені в 1985 році за ціною, яка дорівнює 287 % від лицьової вартості.

- *Deep Discount Bond.* Облігації з глибоким дисконтом, тобто ті, що продаються за ціною, значно нижче, ніж ціна погашення. Наприклад, у січні 1997 року Світовий банк розмістив облігації з нульовим купоном в італійських лірах з погашенням у лютому 2007 року за ціною 51,70 % до номіналу, що дає прибуток у 6,820% річних.

- *Облігації з плаваючою відсотковою ставкою – Floating Rate Note (FRN's).*

Ці інструменти являють собою середньо - і довгострокові облігації з відсотковою ставкою, що змінюється і періодично коректується. Відсоткова ставка з'являється на початку купонного періоду, як правило, це квартал. Відсоткова ставка, зазвичай, фіксується як надбавки чи спреш до ставки LIBOR. Іноді як основа береться прибутковість за казначейськими векселями (Treasury bills) США. Відсотковий прибуток виплачується наприкінці кожного відсоткового періоду. Як правило, це середньострокові інструменти, однак відомий випадок розміщення облігацій (нот) на 40 років (облігації з плаваючою відсотковою ставкою уряду Швеції 1984 року з погашенням у 2024 році) чи «вічні» облігації англійського банку National Westminster Bank (NatWest's FRN's never mature). Наприклад, у 1996 році Китай здійснив випуск столітньої облігації. Також збираються випустити подібні облігації Малайзія, Таїланд, Південна Корея.

· За способом погашення:

- *Bond with Call Option* – облігації з опціоном на купівлю. Емітент має право дострокового погашення облігації в заздалегідь установлені моменти часу.

- *Bond with Put Option* – облігації з опціоном на продаж. Інвестор має право достроково пред'явити облігації до погашення в заздалегідь установлені проміжки часу.

- *Restractable Bond (Bond with Put and Call Option)* – облігації з опціонами на продаж і на купівлю. Облігація, що має ознаки двох наведених вище, тобто облігація з правом дострокового погашення, наданим як емітенту, так і інвестору.

- *Bullet Bond* – облігації без права дострокового відкликання емітентом, що погашається повністю у момент закінчення терміну дії.

- *Sinking Fund Bond* – облігація з фондом погашення. Емітент робить регулярні відрахування на спеціальний рахунок для погашення свого боргу. На ринку єврооблігацій практикується погашення шляхом купівлі емітентом облігацій на відкритому ринку чи погашення за жеребом визначених серій.

Традиційно частка облігацій з доларовим номіналом не перевищувала 40 %, коливаючись у межах усіх випусків. Але зараз ситуація змінилася: емітенти почали надавати перевагу зобов'язанням, що номіновані в американській валюті. Їх частка стрімко зросла до 49 % ринку. Причиною тому послужили фактори дестабілізації валютного ринку і зниження кількості випусків, що номіновані у німецьких марках і японських єнах.

За більшістю єврооблігацій відсотки виплачуються раз на рік. Рідко зустрічаються єврооблігації з виплатою відсотків два рази на рік. Щоквартальна виплата характерна лише для середньострокових облігацій із плаваючою відсотковою ставкою - FRN.

Відсоток виплачується шляхом відділення купонів і їхнього пересилання банку - платіжному агенту. Зазвичай акції зберігаються в депозитарії, що і бере на себе функції з інкасації купонів для їхніх власників.

На ринку єврооблігацій досить поширені конвертовані єврооблігації (convertible bonds) і облігації з варантом (warrant bonds). Вони надають право конверсії облігації в акції емітента. Самі найбільші емітенти конвертованих облігацій – японські корпорації, що випускають облігації в доларах з конвертацією в акції в єнах. Облігації без конверсійних привілеїв називаються «звичайні» – straight bonds.

Із загальної суми міжнародних емісій у 1993 році 481 млрд. доларів, 373 млрд. (майже 80%) припадали на звичайні облігації, 22 млрд. – на єврооблігації і 67 млрд. – на облігації з плаваючою відсотковою ставкою. Останні користувалися особливою популярністю в першій половині 80-х років у період високих темпів інфляції і коливань відсоткових ставок. Приблизно ті ж пропорції зберігалися й у 2000-2002 роках.

Загальний обсяг довгострокового позичкового капіталу становив на початку XXI сторіччя 450-650 млрд. доларів на рік, у 2001 і в 2002 роках, відповідно, 865 і 975 млрд. доларів.

У 90-і роки минулого сторіччя в цілому світі на частку міжнародних облігаційних позик (міжнародних облігацій) припадає приблизно 70-75% усіх залучених ззовні позичкових капіталів (інші 25-30% - кредити банків). Причому особливу роль відіграє ринок єврооблігацій - понад 60% усіх притягнутих ресурсів чи понад 80% усіх міжнародних позик, оформлених борговими цінними паперами.

При сукупному обсязі заборгованості по боргових цінних паперах, розміщених на світових ринках у розмірі 2454 млрд. доларів (2000 р.), на частку довгострокових інструментів (облігацій) припадало 2048 млрд., середньострокових (Euro-medium-term-notes) – 292 млрд. і короткострокових – 114 млрд.

Одна з відмінностей єврооблігацій від єврокредитів полягає в тому, що покупці облігацій не можуть втручатися в справи емітента. При укладенні угод єврокредитної позики позичальник може взяти на себе зобов'язання підтримувати той чи інший норматив, наприклад, коефіцієнт «власний капітал (активи)», при цьому, якщо він порушить цей норматив, позичальник, навіть при сучасній виплаті відсотків, потрапляє у становище невиконання умов кредитної угоди (technical default). При випуску єврооблігацій інвестори не можуть втручатися в справи емітента.

Невиконання умов угоди єврооблігаційної позики виникає тільки у випадку невиконання емітентом відсотків чи непогашення основної суми боргу.

Особливо швидке зростання ринку єврооблігацій відбувалося у 80-і роки. Якщо ще в середині 70-х років обсяг емісій становив 5 млрд. доларів на рік, то вже в першій половині 80-х він перевищив 100-мільярдну позначку, до кінця 80-х перевищив 200 млрд. доларів, а до середини 90-х наблизився до 500 млрд. доларів, на початок XXI сторіччя – 760 млрд. доларів.

Вартість запозичення на зовнішньому ринку залежить від загального стану світової економіки і ринків капіталу у провідних фінансових центрах світу, насамперед США, а також рейтингу емітента. У січні - березні 2001 році купонна ставка по середньострокових (3-5 років) облігаціях першокласних позичальників, що мають найвищий рейтинг, становила 6,25 – 6,35 %, а прибутковість (з урахуванням того, що облігації рідко розміщуються за номіналом) – 6,3 – 6,4 %. У той

же період прибутковість по державних облігаціях США з тими ж термінами погашення становила 6,00 – 6,26 % річних. Чим нижчий рейтинг, тим вища відсоткова ставка і її прибутковість.

З позиції позичальника варто враховувати також витрати, що він несе при емісії і розміщенні своїх боргових зобов'язань, основними з яких є винагорода професійним учасникам ринку (менеджерам позики, агентам по розміщенню і под.). Їх величина знову-таки залежить від рейтингу емітента і коливається від 0,2 до 2,5 % від вартості розміщених цінних паперів. В останні ж роки у зв'язку з посиленням конкуренції на ринку спостерігається зниження вартості винагороди, що вже зрідка перевищує 1%.

Крім того, сюди варто додати витрати рейтинговому агентству і плату за лістинг на фондовій біржі.

Учасники ринку європаперів. На сьогодні всіх учасників ринку європаперів можна поділити на емітентів, інвесторів і посередників.

Сучасна структура емітентів цього ринку така:

- наднаціональні інститути – 10%,
- державні інститути – 30%,
- приватні фінансові інститути – 37%,
- корпорації – 23%.

Визначальною рисою ринку єврооблігацій є надійність позичальників. Їхня репутація і кредитоспроможність не повинна викликати сумнівів, тільки тоді є гарантія розміщення випуску. Найбільший авторитет на ринку мають наднаціональні інститути, до яких належать Всесвітній банк, Європейський інвестиційний банк та інші аналогічні структури, що мають найвищий рейтинг «AAA».

Таблиця № 6.1.

Відповідність рейтингів різних рейтингових агентств

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Short Run Ratings	A1+	A1+	R1	Duff1+	A1+		J1	MCM1	Prime1	A1	A1+
	A1	A1	R2	Duff1	A1		J1	MCM2	Prime1	A1	A1
	A2	A1	R2	Duff1-	A2		J1	MCM2	Prime1	A2	A2
	A2	A1	R2	Duff1-	A2		J1	MCM2	Prime1	A3	A3
	B1	A2	R3	Duff2	B1		J2	MCM3	Prime2	B	B
	B2	A2	R3	Duff2	B2		J2	MCM3	Prime2	B	B
	C1	A3	U	Duff3	C1		J3	MCM4	Prime3	C	C
			NR		D1		NJ	MCM5	Not Prime	D	D

(продовження)

Long Run Ratings	AAA	A++	AAA	AAA	AAA	AAA	Aaa	AAA	Aaa	AAA	AAA
	AA+	A+H	AAH	AA+	AA+	AA+	Aa+	AA+	Aa+	AA+	AA+
	AA	A+	AA	AA	AA	AA	Aa	AA	Aa	AA	AA
	AA-	A+L	AAL	AA-	AA-	AA-	Aa-	AA-	Aa-	AA-	AA-
	A+	AH	AH	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
	A-	AL	AL	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
	BBB+	BBBH	BBBH	BBB+	BBB+	BBB+	Bbb+	BBB+	Baa1	BBB+	BBB+
	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	Bbb	BBB	Baa2	BBB	BBB
	BBB-	BBBL	BBBL	BBB-	BBB-	BBB-	Bbb-	BBB-	Baa3	BBB-	BBB-

Представлені в табл. 6.1. дані наочно свідчать про наявність стійкої залежності між кредитоспроможністю емітента і вартістю позичкових коштів.

До емітентів із групи державних інститутів відносяться уряди суверенних держав, регіональні органи влади тієї чи іншої країни, державні і напівдержавні організації. Ця група неоднорідна за ступенем надійності. До неї потрапляють як розвинуті країни (Канада, Швеція, Італія), так і ті, що розвиваються (Мексика, Аргентина, Таїланд та ін.). Рейтинги цих позичальників дуже відрізняються між собою. Серед суверенних позичальників є й Україна та Росія, що за 1996-2000 роки розмістила 11 випусків єврооблігацій на загальну суму близько 36,398 млрд. дол.

Якщо в 1999 р. в умовах фінансової стабілізації уряду України вдавалося розмістити позики з 9-10%-ою купонною ставкою за ціною 99-103,5% від номіналу, то в 2000 р. випускалися облігації, що мали купони в розмірі 11-12,75% і ціною значно нижчою від номіналу - 73,8%. (див. табл. 6.2.) Особливістю двох останніх позик є те, що вони були здійснені з метою трансформації короткострокової гривневої заборгованості у довгострокові валютні позики.

Таблиця № 6.2.

Залежність прибутковості єврооблігацій від рейтингу країни

Країна	Рейтинг Standart & Poor's	Прибутковість річних, %
Франція	AA+	5,97
Іспанія	AA	6,97

(продовження)

Італія	AA	7,15
Польща	BBB-	6,83
Колумбія	BBB-	7,23
ПАР	BB+	7,61
Угорщина	BB+	8,12
Чехія	BB+	8,21
Перу	BB	9,89
Мексика	BB	10,62
Україна	B-	15,3
Росія	B-	14,9
Аргентина	BB-	10,85
Туреччина	У+	8,59
Пакистан	У+	8,75
Бразилія	У	10,23

Інвестори

На ринку європаперів прийнято виділяти дві головні категорії покупців:

- Інституціональні інвестори – широка група інвестиційних організацій, такі як страхові компанії, пенсійні і взаємні фонди, фонди управління активами, хедж-фонди, банки.
- Роздрібні інвестори.

Посередники

Основна діюча особа, що видає цінні папери позичальника на єврооблігаційний ринок, – генеральний управляючий (lead manager), який часто виконує також функції головного реєстратора (book manager). Генеральний управляючий обов'язково виступає сам, частіше зустрічаються генеральні співуправляючі (joint lead managers). Причому провідну роль відіграє той управляючий, кому належить роль реєстратора. Генеральний управляючий очолює банківський синдикат, що формується, як правило, з метою зниження ризиків і максимального географічного та інституціонального охоплення при розміщенні цінних паперів.

У складі синдикату виділяється кілька ієрархічних рівнів:

- Старші співуправляючі (co-lead managers).
- Співуправляючі (co-manages).

Однією з основних умов виходу на ринок є одержання кредитного рейтингу. Кредитний рейтинг виражає думку про загальну кредитоспроможність позичальника чи про його кредитоспроможність щодо конкретного боргового цінного паперу або іншого фінансового зобов'язання. Рейтинг являє собою висновок не тільки про здатність, а й про готовність позичальника вчасно оплачувати зобов'язання. За довгі роки свого існування кредитні рейтинги завоювали широке визнання серед інвес-

торів як зручний інструмент диференціації кредитоспроможності емітентів. Кредитні рейтинги засновані на принципах незалежності, об'єктивності і відкритості. Це і є ті стандарти, що лежать в основі визнання рейтингів інвесторами в усьому світі. Рейтинг привласнюється тільки за наявності достатньої інформації. Процедура обіймає у собі кількісний, якісний і юридичний аналіз. У процесі присвоєння вивчаємо основні елементи ведення бізнесу, такі, як стан галузі, до якого відноситься емітент, перспективи зростання і залежність від технологічних змін та дій регулювальних органів. До основних факторів для суверенних рейтингів відносяться не тільки базовий економічний стан країни, а також політична система і соціальні умови.

Таблиця № 6.3.

Найбільші генеральні управляючі ринком єврооблігацій

Місце	Генеральний керуючий	\$ млн.	Кількість випусків	Частка ринку, %
1	Warburg Dillon Read	41652	171	8,68
2	Morgan Stanley DW	33743	1180	7,03
3	Deutsche Bank AG	32694	144	6,82
4	Merill Lynch	31701	177	6,61
5	J. P. Morgan	29260	127	6,1
6	Paribas	28823	95	6,01
7	ABN AMRO	28491	121	5,94
8	Barclays Capital	26104	98	5,44
9	Credit Suisse First Boston (CSFB)	24338	104	5,07
10	Solomon Brothers	22619	116	4,72

При одержанні запиту на присвоєння рейтингу формується аналітична група, що складається з аналітиків, які володіють знаннями у відповідних галузях бізнесу. Далі призначається провідний аналітик, що керує процесом і є головною контактною особою для емітента. Перед офіційною зустріччю група аналізує фінансову звітність за попередні періоди, прогнози фінансових показників і грошових потоків, документацію по угодах, юридичні висновки та інші дані, що мають відношення до предмета. Уся конфіденційна інформація, передана агентству, зберігається на умовах суворої таємності.

Група аналітиків проводить зустріч з керівництвом для обговорення основних факторів, що впливають на рейтинг, включаючи виробничі та фінансові плани і стратегію менеджменту. Ця зустріч дає емітентам можливість торкнутися якісного питання, принципового для рішення про присвоєння рейтингу.

Далі провідний аналітик складає аналітичний звіт, що подається рейтинговому комітету. Усі фактори, що мають відношення до рейтингу, ретельно обговорюються. Кожен член комітету голосує, і після ухвалення рішення комітетом емітенту повідомляється про привласнений рейтинг. Передбачено можливість апеляції

у випадку, коли пропонування рейтинг не відповідає очікуванням емітента і коли з цього питання є додаткова інформація, що може бути розглянута комітетом.

Після присвоєння рейтингу постійно контролюються усі фактори, що можуть вплинути на нього, такі як зміни в структурі капіталу, поглинання інших компаній чи інші визначні економічні події. Зазвичай рейтинг офіційно переглядається не рідше одного разу на рік, коли проводиться зустріч з керівництвом емітента.

Таблиця № 6.4.

Рейтинги Standart & Poor's і Moody's

Standart & Poor's	Характеристика емітента	Власник	Прибутковість	Moody's
AAA+	Можливості емітента з виплати боргу і відсотків надзвичайно високі (облігації найвищої якості)	Швеція	T+(1-1.5%)	Aaa1
AAA		Австралія, Голландія		Aaa2
AAA-		-		Aaa3
AA+	Можливості емітента з виплати боргу і відсотків надзвичайно високі (облігації найвищої якості)	Франція	T+(1.5-2%)	Aa1
AA		Іспанія		Aa2
AA-		Фінляндія		Aa3
A+	Можливості емітента з виплати боргу і відсотків досить високі, але залежать від внутрішньоекономічної ситуації (облігації у верхній групі середньої якості)	Мальта, Малайзія	T+(2-2.5%)	A1
A		Чехія, Гонконг		A2
A-		Чилі, Ізраїль		A3
BBB+	Можливості емітента з виплати боргу і відсотків залежать від внутрішньоекономічної ситуації на конкретний момент (облігації середньої якості на межі між надійними паперами і паперами зі спекулятивним нахилом)	-	T+(2.5-3%)	Baa1
BBB		Китай, Індонезія		Baa2
BBB-		Польща, Колумбія		Baa3
BB+	Нестабільність внутрішньоекономічної ситуації може вплинути на платоспроможність емітента (облігації в нижчій групі середньої якості, що мають ризик несплати)	ПАР, Індія	T+(3-3.5%)	Ba1
BB		Мексика		Ba2
BB-		Аргентина		Ba3
B+	Обмежена платоспроможність емітентів, що відповідає поточному обсягу випущених зобов'язань	Гуреччина, Пакистан	T+(4-4.5%)	B1
B		Бразилія		B2
B-		Росія		B3
CCC+	Певний захист інтересів наявний, але ризик і нестабільність високі	Україна	-	Caа1
CCC		-		Caа2
CCC-		-		Caа3

(продовження)

СС+	Платоспроможність емітента великою мірою залежить від внутрішньоекономічної ситуації	-	-	Ca1
СС		-		Ca2
СС-		-		Ca3
С+	Платоспроможність емітента повністю залежить від внутрішньоекономічної ситуації	-	-	C1
С		-		C2
С-		-		C3

Рейтинги за рівнем ризику поділяються на два розряди - інвестиційні і спекулятивні. Уряди деяких країн використовують градацію рейтингів у процесі регуляції фінансового ринку. Зокрема, у США підприємствам, що залучають кошти приватних осіб, заборонено інвестувати в цінні папери спекулятивного розряду.

Сьогодні у світі налічується кілька рейтингових агентств, що набули великого авторитету серед інвесторів:

- ASPAC Australian Ratings,
- Canadian Bond Rating Service,
- Dominion Bond Rating Service Limited (DBRS Ltd.),
- Duff & Phelps Credit Rating Company,
- Що об'єдналися The Fitch Investor's Service і IBCA Banking Analysis (стало The Fitch-IBCA),
- Japan Bond Research Institute,
- Japan Credit Rating Agency Limited (JCR Ltd.),
- McCarthy Crisanti & Maffei,
- Moody's Investor's Service,
- Nippon Investor Service,
- Standart & Poor's (S&P).

Розміщені цінні папери можуть мати чи не мати лістинг на фондовій біржі, але, як правило, він є. Зазвичай лістинг виходить або на Лондонській фондовій біржі, або на Люксембурзькій фондовій біржі. До єврооблігацій та інших цінних паперів, що продаються на євrorинках, застосовуються особливі, спрощені правила лістингу, пов'язані з тим, що подібні цінні папери купуються і продаються обмеженим колом організацій, що є професіоналами в галузі інвестування. Для одержання лістингу потрібно опублікувати певні відомості (listing particulars). Перелік цих відомостей міститься в правилах по лістингу кожної біржі.

До основних документів, що готуються при випуску єврооблігацій, відносяться:

- Проспект емісії (якщо такий вимагає законодавство емітента чи якщо цінні папери одержують лістинг на фондовій біржі і біржа вимагає опублікувати проспект).

- Угода про підписку (Subscription Agreement) – угода між емітентом і менеджером позики, в якій зазначені умови андеррайтингу, включаючи гарантії, зобов'язання, методи оплати та ін.

- Угода про фінансового агента / Довірчий договір (Fiscal Agency Agreement / Trust Deed). У випадку, якщо укладається довірчий договір, довірена особа (trustee) виступає як представник інтересів інвесторів. Якщо укладається угода про фінансового агента, останній, навпаки, представляє інтереси емітента.

· Угода між менеджерами (Agreement Among Managers). Як правило, укладається стандартна угода IPMA, що включається в запрошення на участь у підписці (invitation telex).

· Підтвердження аудитора (Comfort Letters). Потрібне, зазвичай, при випуску корпоративних облігацій.

· Юридичний висновок (Legal opinion). Відомості про законодавство з цінних паперів країни емітента і країни, де проводиться розміщення.

· Перелік істотних подій і документів (Signing / Closing Agenda). Містить список необхідних документів і графік їхнього підписання (угода про підписку, публікація проспекту емісії), час оплати цінних паперів і їхнього випуску.

Після виконання всіх попередніх реєстраційних і юридичних вимог учасники переходять безпосередньо до розміщення цінних паперів. Як правило, спочатку в основних фінансових центрах, у яких знаходяться потенційні інвестори, проводиться серія масових та індивідуальних презентацій, так званих «роуд-шоу» (roadshow). Беручи участь у «роуд-шоу», компанія представляє себе і форму позики, яку вона пропонує. Головна мета презентації – розміщення компанією найбільшого обсягу позики під найбільш низькі відсотки. Це також вдалий маркетинговий хід для роботи на відкритому фінансовому ринку.

Дія починається з прийняття топ-менеджерами банку принципового рішення про розміщення позики за кордоном. Фінансовий інститут визначає ринок, на якому він збирається продавати позику. Міста, де традиційно проводяться «роуд-шоу»: Лондон, Франкфурт-на-Майні, Женева, Цюрих, Відень, Париж. У виборі фінансового центру важливо знати рівень співробітництва між країною емітента (зокрема, Україною) і конкретною країною. Великий обсяг продажів і закупівель України в цій країні, швидше за все, забезпечать позитивне відношення фінансових інститутів (у даному випадку) до українських компаній. Наступний за значущістю ринок – Східна Європа: Будапешт, Прага, Братислава і Варшава. Зараз велика увага приділяється ринкам, що народжуються в Азії: Гонконг, Сеул, Сингапур. Найважчий, але дуже перспективний ринок – арабський Схід. І, зазвичай, найпривабливіший – це США: Нью-Йорк, Чикаго, Бостон.

Для проведення грамотного «роуд-шоу» потрібно спочатку видати гарний буклет, що містить інформацію про компанію-позичальника і його країну, і розповсюдити його на «роуд-шоу». Зазвичай буклет містить:

· Опис самого випуску, його структуру, планований обсяг.

· Інформацію про Генеральних керівників і менеджерів, що представляють позику.

· Деякі економічні і політичні відомості про країну-позичальника.

· Опис банківської системи чи галузі промисловості, її історію, нинішній стан, економічні показники, регулювання, проблеми і шляхи їх вирішення, а також перспективи розвитку.

· Розгорнуті і найбільш повні відомості про позичальників, позичальників-компанії (менеджмент, структура, регіональна мережа, надані послуги, основні фінансові показники: баланс за три роки, розмір активів і капіталу, якість і географічний аналіз кредитного портфеля, прогнози і перспективи).

Трьома основними моментами при традиційному розміщенні єврооблігацій є оголошення про випуск єврооблігацій, підписання остаточних умов (початок розміщення) і день закінчення розміщення.

Приблизно за два тижні до оголошення про випуск генеральний керуючий і позичальник зустрічаються для попереднього обговорення умов випуску (термін, величина купонної ставки, обсяг емісії, ціна розміщення). У традиційній схемі ці умови залишаються попередніми до початку розміщення. Призначається фіскальний агент і попечитель, а також, при одержанні лістингу, і агент з лістингу. Починається підготовка різних документів, що підписуються між членами синдикату і позичальником, а також самими членами синдикату. Починається також робота над проспектом емісії. Проспект містить опис емітента, а також попередні умови емісії.

Генеральний керуючий складає список потенційних членів синдикату, що зможуть виступити як андерайтери чи агенти з розміщення. У день оголошення про початок розміщення з'являється офіційне повідомлення в пресі та розсилаються запрошення іншим банкам взяти участь у розміщенні. Потенційним учасникам дається близько 7-10 днів на те, щоб дати відповідь. Потенційним андерайтерам і агентам з розміщення надсилається копія проспекту, графік процедури емісії і відповідні документи, які вони зобов'язані підписати для того, щоб взяти участь у розміщенні. Якщо позичальник недостатньо відомий, у цей період він зробить рекламні кроки «роуд-шоу» у провідних фінансових центрах світу, тобто проводить кампанію з метою поширення інформації про себе серед потенційних інвесторів.

Тим часом генеральний керуючий веде книгу заявок синдикату, що дозволяє визначити попит на конкретні облігації. Коли стає зрозумілою загальна картина, генеральний керуючий починає попередній розподіл цінних паперів між членами синдикату (у міру надходження договорів на участь у синдикаті). Агенти з розміщення мають право повернути назад менеджеру непродану частину облігацій, тимчасом як андерайтери зобов'язані купити всі непродані облігації за заздалегідь визначеною ціною.

Менеджери визначають остаточну ціну розміщення з емітентом, причому за умовами угоди цінові умови можуть підлягати чи не підлягати узгодженню з андерайтером. Крім того, менеджери позики можуть самостійно приймати рішення про те, скільки облігацій виділити кожному конкретному андерайтеру чи агенту з розміщення.

Наприкінці періоду підписки менеджери й емітент визначають остаточні цінові умови. Як правило, андерайтери мають у своєму розпорядженні один день, щоб прийняти чи не прийняти ці умови (якщо в них є таке право за умовами угоди). Після цього облігації офіційно пропонуються до продажу. Емітент і Генеральний керуючий підписують угоду. До цього часу синдикат фактично купив облігації в емітента за фіксованою ціною, але при цьому емітент не одержить грошей до настання дня завершення розміщення. Друкується остаточний проспект і Генеральний керуючий сповіщає андерайтера і агентів з розміщення про те, скільки цінних паперів виділяються кожному з них.

Наприкінці стабілізаційного періоду (розповсюдження облігацій), тобто в день завершення розміщення члени синдикату перераховують гроші за куплені ними облігації на спеціальний банківський рахунок. Кінцеві інвестори при цьому одержують документи, що підтверджують їхнє право власності на облігації (хоча це ще не самі сертифікати облігацій). Позичальник одержує гроші відповідно до умов

угоди, а сам синдикат розформовується. У фінансовій пресі з'являється повідомлення (так зване tomb-stone) про завершення розміщення.

У сучасних умовах стандартом при розміщенні стала так звана «куплена угода». При такому розміщенні Генеральний керуючий купує всі цінні папери в емітента на раніше встановлених умовах (обсяг, купонна ставка, ціна розміщення) до оголошення про випуск. Подібна практика виникла у зв'язку зі збільшенням фінансової могутності банків, що займаються розміщенням єврооблігацій і посиленням конкуренції між ними. У боротьбі за емітента банки відразу пропонують усі послуги і ціну за них.

Перша «куплена угода» була проведена Credit Suisse First Boston у квітні 1980 року, коли цей інвестиційний банк купив увесь випуск облігацій корпорації General Motors Acceptance Corporation на суму \$100 млн. Тільки після цього CSFB організував синдикат.

Ще одним з методів розміщення є аукціон. Емітент повідомляє термін і купонну ставку по облігації і пропонує інвесторам направляти свої заявки. Інвестори, а ними можуть бути як кінцеві інвестори, так і банки, що розраховують перепродати цінні папери, направляють свої заявки у відсотках від номіналу одночасно вказуючи кількість облігацій, яку вони мають намір придбати. Позичальник розміщує облігації серед інвесторів, починаючи з найвищої ціни. Аукціонна схема усуває плату менеджерам і тим самим здешевлює позику. Однак вона доступна тільки найбільш відомим позичальникам, наприклад, як Європейський інвестиційний банк.

Відповідно до схеми пропозиції за фіксованою ціною (fixed price goofer) Генеральний керуючий і менеджери підписують контракт, що містить зобов'язання не знижувати комісійні шляхом зниження комісійних на продаж. Саме таким способом розміщуються єврооблігації на внутрішньому ринку США. Вперше цей метод був застосований на ринку єврооблігації Morgan Stanley International у 1989 році при розміщенні єврооблігацій Світового банку. З того часу подібним чином розміщується помітна частка єврооблігацій.

Сертифікати цінних паперів виготовляються відповідно до правил відповідної біржі.

Якщо позика спрямована на невелику групу інвесторів, вона може бути кваліфікована як приватне розміщення (Private placement). У її здійсненні може взяти участь усього один менеджер і один інвестор. Облігації розміщуються невеликою кількістю банків, переважно інституціональними інвесторами. Як видно, такі облігації не мають лістингу на фондовій біржі.

Механізм підписання полягає в наступному: єврооблігації, зазвичай, розміщуються шляхом підписки на них групи фінансових установ – менеджерів позики. Емітент вибирає одного чи кількох провідних менеджерів, що називаються генеральними керуючими. Генеральний керуючий підбере менеджерів позики. Генеральний керуючий від імені інших менеджерів погоджує умови випуску з емітентом і в разі потреби допомагає емітенту в підготовці проспекту емісії.

Професійні учасники ринку, що виступають у ролі менеджерів, об'єднані в Міжнародну асоціацію учасників первинного ринку – International Primary Markets Association. Члени асоціації розробили правила, що стосуються технології розмі-

щення цінних паперів на міжнародному ринку, а також стандартні форми документів (угоди, що укладаються менеджерами між собою, між менеджерами й емітентом, стандартні умови нездоланної сили, форс-мажор і под.).

Платіжний агент – банк, уповноважений емітентом виплачувати відсотки власникам облігацій і здійснювати їх погашення після одержання грошей від емітента.

На внутрішньому ринку США андерайтери зобов'язані підтримувати ціну облігацій на рівні не нижче ціни розміщення аж до закінчення розміщення і розформування синдикату.

На ринку єврооблігацій різні інвестори (знову ж на відміну від США) платять різну ціну за придбані облігації. Великі установи одержують значні знижки.

Розглянемо структуру винагорода членам емісійного синдикату на ринку єврооблігацій при величині спреда в 2,5%.

Генеральний керуючий платить емітенту \$975 за 1000-доларову облігацію.

Генеральний керуючий надасть облігації андерайтерам за \$980.

Генеральний керуючий надасть облігації агентам з розміщення за \$985.

\$1000 - \$985 = \$25. Вартість розміщення чи спред (100% спреда).

\$1000 - \$985 = \$15. Комісійні за розміщення (60% спреда).

\$985 - \$980 = \$5. Премія андерайтеру (20% спреда).

\$980 - \$975 = \$5. Винагорода менеджеру (20% спреда).

Кінцевим інвесторам облігація продається за ціною, що перевищує \$985.

Хоча єврооблігації мають, як правило, лістинг на Лондонській чи Люксембурзькій фондових біржах, торгівля ними відбувається майже винятково на позабіржовому (телефонному) ринку.

На цьому ринку практично не діють національні форми регулювання, але при цьому ринок досить жорстко врегульований правилами і рекомендаціями ISMA, яких всі учасники суворо дотримуються.

Професійних учасників ринку називають дилерами. Дилерами виступають банки і компанії з цінних паперів, регульовані відповідним національним законодавством.

За правилами ринку, генеральний керуючий того чи іншого випуску є і його маркет-мейкером, тобто він займається підтриманням активного вторинного ринку, купуючи облігації при надлишку пропозиції і продаючи їх при підвищеному попиті.

Оскільки єврооблігаціями торгують на позабіржовому ринку, немає і фіксованого часу роботи цього ринку. Проте, за правилами ISMA, дилери зобов'язані вести торгівлю, щонайменше, у відведені години.

Мінімальний лот при торгівлі між членами ISMA встановлюється диференційовано по різних інструментах. Найбільш поширений – 100 облігацій (\$100.000 за номіналом). Типовий спред по облігаціях з фіксованою відсотковою ставкою становить 0,5%.

Здійснення (виконання - settlement) угоди із середини 1995 року, зазвичай, відбувається на 3-й календарний день після укладення угоди (T+3), поза залежністю від будь-яких свят. Однак після погодження між покупцем і продавцем можливе встановлення будь-якого дня здійснення.

Котирування облігацій дається на основі нетто, тобто не включає накопичені відсотки. Рік вважається таким, що дорівнює 360 дням, місяць – 30.

Споконвічно на ринку єврооблігацій розрахунки велися через банки-кореспонденти.

Сучасна ситуація на ринку єврооблігацій така, що завдяки високій активності на первинному ринку європаперів інвестиційні банки змогли одержати значні прибутки. При цьому конкурентна боротьба залишається високою і виявляється навіть в Україні.

Американські інвестиційні банки домінують в галузі гарантування позик і розробленні нових методів інвестування; європейські – лідирують за обсягами розміщених випусків. Сьогодні настрій на ринку великою мірою визначають європейські учасники.

Валютна інтеграція не тільки позбавить європейських емітентів від ризику обміну валют, а й змінить сам підхід до визначення рівня прибутковості зобов'язань. Справа в тім, що ціна євроноти, що випускаються в основному країнами з високорозвинутою ринковою економікою, визначається на основі рейтингу позичальника, що привласнюється міжнародними рейтинговими агентствами. За результатами оцінювання визначається відсоткова ставка.

Необхідно відзначити, що створення єдиного ринку єврооблігацій позначиться на його колишній структурі, оскільки з'явиться новий інтегрований внутрішній ринок, що номінується в євро. Він включить у себе існуючі борги в національних валютах, що будуть перераховані в євро. При цьому багато понять втратять свою визначеність. Так, окремі облігації, емітовані одним позичальником у кількох європейських країнах, по своїх формальних ознаках уже перестануть бути єврооблігаціями. Не будуть вони відноситися і до класу іноземних чи звичайних внутрішніх облігацій. Швидше за все, новостворений клас облігацій утворить ще один, не визначений поки що сектор міжнародних облігацій.

Таблиця № 6.5.

Найбільші ринки капіталовкладень в облігаціях

Валюта	Держ. обл-ції	Муніцип. обл-ції	Галуз. обл-ції	Облігації банків, векселя	Інозем. обл-ції	Всі обл-ції
Долар США	5316	1050	1910	347	960	9583
Японська ієна	2149	97	410	655	345	3656
Німецька марка	755	83	2	1159	304	2303
Італійська ліра	988	0	5	183	88	1274
Французький франк	728	3	153	0	160	1044
Англійський фунт	446	0	33	0	183	662
Канадський долар	203	110	61	1	71	446
Нідерландський гульден	196	3	120	0	81	400
Бельгійський франк	223	0	16	110	38	387
Датська крона	104	0	0	175	9	288
Шведська крона	117	1	7	124	4	253
Швейцарський франк	26	23	28	64	100	241
Іспанська песета	172	13	18	16	15	234
Австралійський долар	111	0	14	0	38	163

(продовження)

Австрійський шилінг	59	1	5	66	2	133
ЕКЮ	66	0	0	0	64	130
Південноамериканський ранд	70	2	0	0	2	74
Португальський ескудо	36	1	6	8	8	59
Грецька драхма	56	0	0	0	2	58
Фінська марка	38	1	5	10	2	56
Норвезька крона	21	7	3	17	1	49
Ірландський фунт	28	0	1	0	1	30
Новозеландський долар	15	0	3	0	4	22

Частка європейських емітентів на ринку єропаперів становить 45 %. До зони євро варто додати ще і неєвропейських позичальників, що емітували свої папери в європейських валютах. Таким чином, виникає найбільший світовий ринок капіталу, здатний потіснити євродоларовий ринок облігацій. Питання конкуренції ринків долара і євро являють собою окрему проблему. Поки що ж можна зазначити, що єдиний ринок капіталу привертає увагу багатьох учасників ринку. Уже зараз відбувається процес адаптації до євро і використання його нових можливостей. Утворилися два нових сектори: євразійських і взаємозамінних облігацій.

Реально ринок став цілком неліквідним, бажаючих купити облігації просто не знаходилося.

Зі зростанням української економіки росла й імовірність того, що євроборг буде оплачуватися суворо за графіком. Водночас по облігаціях Лондонського клубу йшов болісний переговорний процес, метою якого було пом'якшення графіка платежів.

Наприкінці 2000 р. котирування українських валютних паперів знижувалися. На ринок зовнішніх зобов'язань України, як і на інші сегменти фінансового ринку, впливають насамперед ситуація з американськими відсотковими ставками і, найголовніше, - перспектива їх подальшого підвищення. Інвестори намагаються знизити ризики. Справа в тому, що велика частина зовнішніх боргів України знаходиться в доларах, тому підвищення відсоткової ставки Федеральної резервної системи США (ФРС) знижує вартість українських боргів. Це основний фактор, що визначав наприкінці 2000 р. зниження цін на зовнішні борги нашої країни і практично, що цілком нівелював позитивні фактори. Серед останніх слід зазначити:

- сприятливу для України ситуацію на сировинних ринках;
- зростання позитивного сальдо платіжного балансу;
- стабільне зростання валютних резервів;
- жорсткі норми валютного законодавства, спрямовані на скорочення експорту капіталу.

Незважаючи на складну ситуацію на світових ринках, 2000р. виявився дуже вдалим, а 2001р. – більш стабільним і вдалим для інвесторів на ринку українських валютних облігацій.

Насправді все залежатиме від тривалості періоду спаду в США, якщо такий буде. У цих умовах на ринку українських єврооблігацій, як і на інших ринках, що

розвиваються, буде спостерігатися стагнація протягом усього періоду економічної рецесії США. При цьому падіння цін на ринку українських валютних облігацій, найімовірніше, буде більш глибоким, ніж на інших ринках, що розвиваються, оскільки у випадку спаду в США Україна також постраждає від більш низьких цін.

6.3. Біржове котирування цін

Значущість біржового ринку проявляється через процес ціноутворення, який він забезпечує, зокрема через формування ціни пропозиції (ціни продавця), ціни попиту (ціни покупця), ціни біржових угод, тобто ціни ринкової рівноваги та котирувальної ціни.

Ціна пропозиції (ціна продавця) на стандартну продукцію враховує витрати виробництва та очікуваний прибуток. Вона є найнижчою ціною, за якою виробник згоден продати свою продукцію у визначений час.

Заявлена ціна пропозиції (подана у заявці і виголошена на торгах) не може бути змінена до зняття позиції з торгів, за винятком випадків, коли продавець погоджується на подрібнення партії.

Ціна попиту (ціна покупця) на стандартну продукцію – це найвищий рівень ціни, який покупець згоден сплатити за продукцію у визначений час.

Контрактні ціни на конкретному товарному ринку відображають рівень цін на продукцію певної якості за відповідних умов поставки та оплати.

Ціна біржової угоди врівноважує пропозицію та попит, тобто її рівень формується за повної їх відповідності і встановлюється на останній з цін, що названа під час біржових торгів і зафіксована маклером.

Біржове котирування цін – це фіксація фактичних контрактних цін та виведення типової або середньої ціни за біржовими угодами певного періоду (як правило, за біржовий день), яка відображає вартість одиниці товару (лота) при типових обсягах угод та умовах торгів.

Котирувальна ціна – це визначена **Котирувальною комісією біржі ціна товару, яка визначається шляхом аналізу цін угод, цін продавців та покупців на основі єдиних критеріїв та методів.**

Довідкові ціни регулярно публікуються у щорічнику ЮНКТАД, МВФ та інших виданнях.

Особливості сучасних товарних бірж, правил і механізму біржової торгівлі мають велике значення для формування ринкових цін. На будь-якому ринку з організованою ф'ючерсною торгівлею існує кілька видів цін. Найбільший інтерес становлять:

- ціни за ф'ючерсними угодами та їх біржові котирування;
- ціни за угодами на наявний товар;
- ціни на реальний товар за поставками на строк – форвард.

Коли пропозиція товару повністю покриває попит, за якого котирування за ф'ючерсними угодами перевищують ціни на наявний товар, а ціни на дальні позиції вищі, ніж на ближні, виникає становище форвардейшн. Виникнення такого стану типове для ринку товарів з тривалим періодом зберігання (зернові, соєві боби, олія, шрот, бавовна, кава, цукор та ін.).

Коли пропозиція відстає від попиту, а ціни на реальний товар вищі від котирувань за ф'ючерсними угодами, ціни на товар з ближніми строками поставок вищі

від котирувань дальніх позицій, виникає стан беквардейшн. Ринок з таким співвідношенням цін називається перевернутим.

Співвідношення між пропозицією, попитом та рівнями цін на біржі нестабільні, вони є проявом надзвичайно складних економічних явищ (формуються під впливом як біржових, так і небіржових чинників) і являють собою біржову кон'юнктуру.

В сучасних умовах біржова кон'юнктура практично всіх товарів постійно змінюється, відображаючи загальну тенденцію нестійкості і незбалансованості економічних процесів у державі.

Кон'юнктура біржового ринку продукції визначається:

- співвідношенням попиту і пропозиції щодо кожного виду продукції;
- динамікою цін щодо кожного виду продукції протягом певної кількості біржових сесій;
- кількістю укладених угод.

Аналіз цих основних характеристик дає змогу оцінити стан ринку за кожним видом продукції.

Біржова кон'юнктура відстежується за типовою для світових товарних бірж схемою:

- моніторинг за біржовими торгами та угодами з усього асортименту товарів, що допускаються до реалізації біржовими правилами;
- аналіз біржової кон'юнктури на основі найважливіших аналітичних показників, що характеризують біржовий ринок та чинники, які на нього впливають;
- прогнозування біржової кон'юнктури для визначення умов функціонування бірж.

Аналіз біржової кон'юнктури свідчить про необхідність удосконалення торгівлі. Стосується це, насамперед, проблем формування і котирування цін. Світовий досвід опрацював щодо цього певні підходи, які потрібно застосовувати і в Україні, враховуючи темпи інфляції та інші чинники. При встановленні рівнів біржових цін на товари, насамперед слід враховувати їх мінімальну межу, нижче від якої вони не можуть опуститися в умовах нормального функціонування ринку. Для цього необхідно визначити всі елементи, які формують біржову ціну відповідно до вимог законодавства України про біржу, про податки, вимог Типових правил проведення торгів на товарних біржах тощо.

При цьому слід чітко розмежувати функції біржі у формуванні цін внутрішнього ринку (за її елементами) на продукцію та відповідне формування цін зовнішньоекономічного контракту.

Біржове котирування є основним засобом одержання інформації про ціни та кон'юнктуру ринку. Ціни котирування мають довідковий характер і використовуються продавцями та покупцями як орієнтир при визначенні (розрахунку) цін, з якими вони виходять на біржовий ринок.

Основна мета котирування біржових цін — це визначення для кожної групи товарів типової довідкової ціни, що відображає вартість одиниці товару при типових (середніх) обсягах угод і умов поставок.

Біржове котирування, як одне з найважливіших призначень товарної біржі - це система методів, які дають змогу виявити середні об'єктивні ціни для всього асортименту біржових товарів на основі цін укладених угод.

Розрізняють котирування офіційне та неофіційне (довідкове). Котирування офіційне проводиться стосовно цін біржових угод на визначені біржею групи сільськогосподарської продукції стандартної якості з єдиним базисом поставки після кожного біржового торгу. Процес визначення офіційної котирувальної ціни передбачає об'єктивне оцінювання коливань цін протягом біржового дня.

Котирування неофіційне (довідкове) проводиться на підставі аналізу всіх цін (попиту, пропозиції, угод) з урахуванням оцінювання Котирувальною комісією кон'юнктури попиту та пропозиції за трьома складовими:

- цінами продавців (котирувальна ціна пропозиції);
 - цінами покупців (котирувальна ціна попиту);
- найбільш типовою ціною на біржі в конкретний період часу на конкретний вид (групу) товарів (котирувальна ціна біржі).

Схема № 6.2.

Типові види котирувальних цін, що застосовують на біржовому товарному ринку



Розрізняють котирування офіційне та неофіційне (довідкове). Котирування офіційне проводиться стосовно цін біржових угод на визначені біржею групи сільськогосподарської продукції стандартної якості з єдиним базисом поставки після кожного біржового торгу. Процес визначення офіційної котирувальної ціни передбачає об'єктивне оцінювання коливань цін протягом біржового дня.

Котирування неофіційне (довідкове) проводиться на підставі аналізу всіх цін (попиту, пропозиції, угод) з урахуванням оцінювання Котирувальною комісією кон'юнктури попиту та пропозиції за трьома складовими:

- цінами продавців (котирувальна ціна пропозиції);

- цінами покупців (котирувальна ціна попиту);
- найбільш типовою ціною на біржі в конкретний період часу на конкретний вид (групу) товарів (котирувальна ціна біржі).

Довідкове котирування може проводитися за підсумками кількох біржових торгів.

Дані котирування не можуть бути оскаржені членом біржі та змінені за рішенням Біржового комітету.

Дані офіційного котирування оголошують на біржі у встановлений день після проведення торгів. Рішенням Котирувальної комісії біржа має право встановлювати граничні рівні коливання цін на товари, що офіційно котируються на біржі, відхилення від яких дає підставу для припинення торгу за конкретним видом товару.

Котирування цін здійснюється двома способами:

- реєстрація фактичних цін. Такий спосіб найбільш прийнятний для сформованого стійкого ринку того чи іншого товару, якому притаманна стійка тенденція у формуванні цін, а самі ціни відповідають співвідношенню попиту і пропозиції;
- розрахунок типової (довідкової) ціни. Такий спосіб котирування цін доцільний в умовах нестабільного ринку, тобто при несталому співвідношенні попиту і пропозиції та значному коливанні цін на продукцію.

Таблиця № 6.6.

Характеристика методик визначення довідкової ціни

Кількість укладених угод на біржових сесіях за видом товару	Методика визначення довідкової ціни
Велика кількість укладених угод	Розраховується проста або зважена середньоарифметична ціна від рівня всіх цін, укладених з певного товару. Визначення є досить точним
Невелика кількість укладених угод	Розраховується на основі обов'язкового врахування окремих мінімальних і максимальних значень цін угод. Враховуються такі параметри: обсяги товару, на які укладається угода; кількість контрагентів, які беруть участь в укладенні угод; співвідношення попиту і пропозиції; умови взаєморозрахунків; базис поставки; кількість контрагентів; обов'язкове виведення з розрахунків нетипових угод.

В умовах формування ринкових відносин, коли ринок продукції нестабільний і характеризується значними коливаннями попиту і пропозиції, сезонними коливаннями тощо, при котируванні цін найбільш прийнятним є розрахунок довідкової ціни угод.

Методика визначення довідкової ціни залежить від кількості укладених угод на певній біржовій сесії за певним видом товару.

У цьому зв'язку практика котирування цін передбачає такі методи розрахунку довідкової ціни.

Котирування цін здійснюється на основі інформації, яка є в заявках на укладання угоди та укладених контрактах.

Котирування здійснюється на весь асортимент товарів, що продаються на товарній біржі. У випадку, коли товарна біржа значно розширює асортимент товарів, якими торгує, у складі Котирувальної комісії створюють потоварні секції для котирування цін.

Функції котирувальної комісії:

- формування біржового бюлетеня цін на товари, що котируються. Матеріалом для складання бюлетеня є угоди конкретного біржового дня (як біржові, так і позабіржові);
- спостереження за своєчасним наданням брокерами, членами і відвідувачами біржі інформації про укладені з їх участю угоди;
- встановлення списків товарів, які котируються (бази біржового бюлетеня);
- надання інформаційно-довідковому відділу інформації про ціни і кон'юнктуру товарів, щодо яких не здійснювалося котирування;
- надання Біржовому комітету пропозицій про зміни та доповнення до методики котирування, форми бюлетеня;
- встановлення спільно з Арбітражною комісією цін у випадках виникнення спірних питань.

Інформація про котирування цін розміщується у бюлетені товарної біржі. Кожний наступний біржовий бюлетень включає результати котирувань, проведені на основі масиву інформації, сформованого від моменту виходу попереднього номера.

Біржовий бюлетень містить обов'язкову періодичну інформацію, а саме:

- типові умови реалізації (обсяги купівлі-продажу товарів, базис поставки, умови розрахунку);
- ціна продавця – визначається як така, що вказана учасником біржових торгів у заявці на продаж, а також названа ним під час торгів з метою стимулювання продажу. Визначається верхня і нижня межа на переважаючий рівень ціни;
- ціна покупця – визначається як така, що вказана учасником біржових торгів у заявці про купівлю, а також така, що називається ним безпосередньо під час торгів;
- ціна біржової угоди, яка є останньою з тих, які названі покупцем чи продавцем під час біржових торгів на конкретну позицію товару, що зафіксована біржовим маклером. Визначаються верхні та нижні граничні рівні цін укладених угод для кожної групи товарів;

· типова (довідкова) ціна – ціна переважаючої реалізації певної групи товарів.

З розвитком ринкових відносин, що зумовить стабілізацію у формуванні цін, з'явиться можливість уніфікувати всі умови при укладанні угод і максимально наблизити ціни угод до рівноважних ринкових цін. За таких умов не буде потреби в розрахунку типової ціни, котирування фіксуватиме фактичні ціни укладених угод.

Технологія здійснення процесу котирування цін складна і вимагає як значної аналітичної роботи, так і застосування спеціальних методів.

Обов'язкові правила котирування цін:

- котируються ціни на товари, які об'єднані в товарні групи, лише згідно з їх стандартом та відповідно до загальних технологічних, споживних та інших характеристик. За відсутності стандарту, якщо продається стандартна продукція імпортер-

ного виробництва, такий товар виділяється в окрему групу і котирується окремо. У випадку виникнення спірних питань щодо стандартизації товарів його вирішують спільно з Експертним бюро або, у надзвичайному (винятковому) випадку, на засіданні Біржового комітету;

- котируються ціни тільки за такими товарами, для яких характерним є постійний обіг на біржовому ринку взагалі і на конкретній біржі зокрема. Такі товари становлять основу біржового бюлетеня, тобто сталий список товарів для котирування. Як правило, такі списки доповнюються і змінюються;

- ціни на товари, які не відображають основні тенденції ринку певного періоду, виключають з котирування. Це особливо важливо у випадку, коли ціна поточного періоду значно нижча від рівня довідкової ціни на цей товар попереднього біржового періоду;

- котирування обов'язково передбачає визначення у розрахунку ціни продавців, покупців та ціни угод за певний біржовий день (сесію). У випадку відсутності укладених угод щодо певного виду товару таку позицію вилучають з біржового бюлетеня;

- іноді для підвищення точності котирування цін до інформаційного масиву включають ціни позабіржового ринку, які близькі за часом, та показують їх у біржовому бюлетені окремим рядком.

Важливим є те, що роль товарної біржі залишається домінуючою з позицій формування цін на основі співвідношення попиту і пропозиції, оскільки є індикатором як біржового ринку, так і позабіржового.

Розглядаючи ціну як індикатор товарного ринку, вирішальна роль належить ціновій інформації. Для цього на провідних біржах запроваджують спеціальні комп'ютеризовані програми системи цін. Найбільш досконалою і потужною є система MPRIS на Чиказькій товарній біржі.

За умов нормальної ринкової кон'юнктури під час біржового дня до інформаційної комп'ютерної системи товарної біржі надходять дані про результати і рівень цін за кількома угодами.

Пропозиція на товарному біржовому ринку — це обсяги продукції, яку товаровиробники або інші контрагенти ринку готові продати за кожного рівня ціни. Продукція знаходиться на складах біржі або у визначених приміщеннях, а також може бути доставлена або вироблена.

Загальні обсяги пропозиції продукції на товарній біржі формуються за рахунком таких складових:

- залишку або товарного запасу;
- обсягів виробництва певного товару, які є основою угод з відстроченою поставкою (форвард);
- обсягів імпорتنих поставок.

У разі зростання біржової ціни пропозиція має схильність до максимального збільшення, характерною є зворотна тенденція в разі зниження ціни. Отже, між рівнем ціни і обсягом пропозиції існує пряма функціональна залежність.

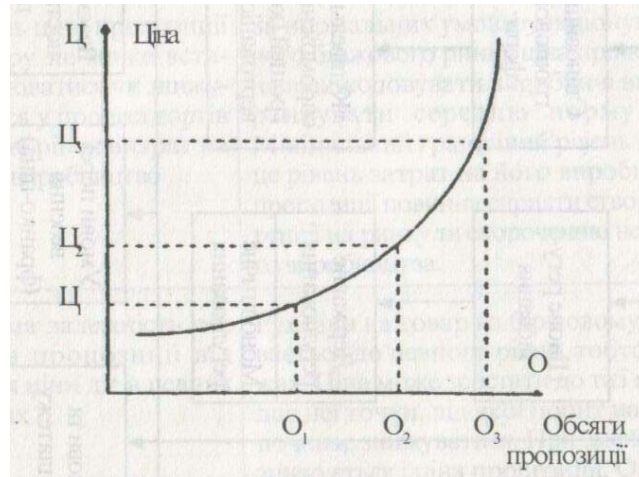
У ринкових умовах діє аксіома щодо функціональної залежності пропозиції від рівня ціни, коли вищому рівню ціни відповідає більший обсяг пропозиції на біржі.

Обсяги пропозиції і попиту на товарних біржових ринках характеризуються рухомістю, яка залежить від системи чинників, і насамперед таких, що формують кон'юнктуру ринку певного товару чи групи товарів.

Графічно така функціональна залежність зображається *кривою пропозиції*. При нормальному розвитку біржового ринку крива пропозиції має спрямованість угору і праворуч, тобто вищому рівню ціни відповідає вищий рівень пропозиції.

Діаграма № 6.2.

Крива пропозиції товару на біржовому ринку



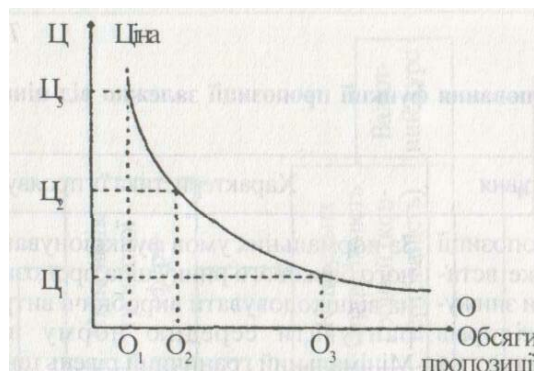
Попит на товарному біржовому ринку мають такі обсяги продукції, які готові купити контрагенти.

Як існує за певних умов функція пропозиції від ціни, так існує і функція попиту від ціни, що виявляється у прагненні придбати максимальні обсяги товару при низькому рівні цін та по можливості обмежити купівлю при високих цінах.

Графічно функція попиту від ціни зображається як крива попиту. За нормально-го розвитку біржового ринку крива попиту має направленість униз і праворуч, тобто нижчому рівню ціни відповідає більший попит на певний вид біржового товару.

Діаграма № 6.3.

Крива попиту товару на біржовому ринку



Однак у практиці біржової торгівлі існують класичні випадки (причини), коли функція пропозиції від ціни не працює, і це нормальне явище. Так, існує певний асортимент біржових товарів, які є основним невзаємозамінним елементом процесу виробництва або додатковим у технологічному процесі. У такому випадку товар купують за будь-якою ціною.

Залежність функції попиту від ціни, вплив чинників на неї має досить широкий аспект. У таблиці 6.7. наведено лише основні з них.

Таблиця № 6.7.

Чинники регулювання функції попиту від ціни

Чинники	Характеристика їх прояву
Обсяги попиту на товари на одній біржі залежать від рівня цін на іншій	Прояв такої залежності, як правило, непередбачений для біржового ринку, оскільки важко прогнозувати дію покупця при рухливості цін з усього асортименту товарів, що продаються на біржі і впливає на рівень ціни його товару
Рівень ціни залежить від кількості покупців на біржі	Недосконала конкуренція, яка допускає на ринок у ролі покупців монополістів, зумовлює ситуацію, при якій зниження біржових цін не завжди зумовлює збільшення обсягів попиту
Обсяги попиту на окремих асортимент споживчих товарів переважають у прямій залежності від реальних прибутків покупців	На біржовому товарному ринку відсутня пряма залежність, коли вищому доходу покупців відповідає і вищий обсяг попиту. Для біржі характерна своя залежність між рівнем доходу і обсягом попиту, причому специфічна для кожної групи товарного асортименту. Ці тенденції описані в загальній теорії ринку, вони характерні і для товарної біржі (крім попиту Тонквіста).

Ціна попиту на товар на біржовому ринку, за якою покупець готовий його придбати, формується, виходячи з його фінансових можливостей та рівня виробничої чи споживної необхідності.

Співвідношення пропозиції і попиту формують так звану рівноважну ціну, яка забезпечує його оптимальний рівень.

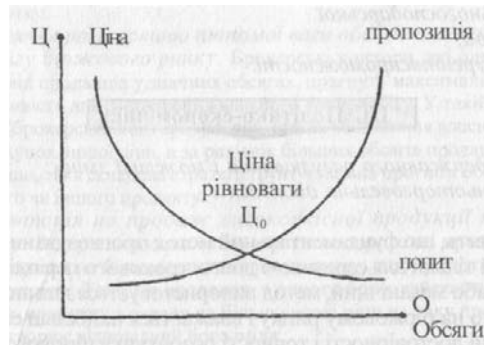
Графічно рівноважну ціну можна одержати в точці, наклавши на один рисунок зображення кривої пропозиції та кривої попиту.

Досвід показує, що у процесі біржової діяльності завжди важливим є питання про напрямки руху цін на товари, які продаються на товарній біржі в короткостроковому (від дня до 2-х місяців), середньостроковому (від 3-6 місяців до року) та довгостроковому (понад 1-2 роки) періодах.

На товарних біржах в умовах сформованих ринкових відносин аналіз і прогноз цін здійснюються за допомогою фундаментального і технічного методів. Мета їх використання одна – визначити напрям руху цін на товарному біржовому ринку, а методи реалізації – різні.

Діаграма № 6.4.

Ціна рівноваги на біржовому ринку



На товарних біржах в умовах сформованих ринкових відносин аналіз і прогноз цін здійснюються за допомогою фундаментального і технічного методів. Мета їх використання одна – визначити напрям руху цін на товарному біржовому ринку, а методи реалізації – різні.

Так, фундаментальний метод ґрунтується на вивченні умов, відповідно до яких функціонує ринок, а технічний – на визначенні його ефективності.

Фундаментальний метод прогнозування базується на традиційному економічному аналізі. Такий аналіз передбачає вивчення дії, тобто впливу системи різного спрямування економіко-політичних, так званих фундаментальних чинників, сукупність яких впливає на рівень ціни товару, що є в обігу на конкретному біржовому ринку.

Найбільш авторитетними з усієї сукупності фундаментальних чинників на прогнозний рівень цін на товарному ринку є тенденції тих із них, що безпосередньо впливають на рівень співвідношення попиту і пропозиції. При цьому враховуються специфічні особливості окремих товарних ринків. На їх основі визначається можливий рівень ціни на певну перспективу. Якщо мова йде про певний вид сільськогосподарської продукції, обов'язково враховують вплив таких показників:

I. Виробничі:

- обсяги перехідних запасів товарів;
- рівень виробництва;
- рівень споживання;
- урожайність;
- погодні умови;
- стан загальногосподарської кон'юнктури;
- рівень конкурентоспроможності.

II. Фінансові:

- стан грошово-кредитної системи;
- попит на кредит;
- зростання грошової маси;
- рівень інфляції.

III. Політико-економічні:

- рівень державного регулювання і можливі зміни;
- зовнішньоторговельна діяльність.

Досвід свідчить, що фундаментальний метод прогнозування біржових цін ефективний тільки для середньо - і довгострокового періодів.

Технічний, або механічний, метод використовується для аналізу і прогнозу виключно на біржовому ринку і вважається найбільш ефективним методом щодо достовірності і точності розрахунку цінового прогнозу. Зумовлено це, насамперед, тим, що для короткострокового періоду найпростіше закладати в розрахунки інформацію, яка має мінімальний рівень помилок та неточностей. Для продовольчої це ще й найбільш реальна можливість використати достовірні природнокліматичні прогнози.

Через цінову стратегію продавець і покупець на біржовому ринку досягають результативності і ефективності у своїй діяльності. У зв'язку з цим питання визначення рівня ціни і чинників, згідно з якими вона буде коливатися від мінімального її значення, визначеного витратами виробництва, до максимального, що зумовлюється попитом на цю продукцію на біржі, є основним.

Вплив попиту на визначення рівня ціни є визначальним і виявляється через економічні і психологічні чинники.

Отже, **цінова стратегія** формується під впливом системи чинників, основними з яких є:

- *Характер і рівень конкуренції на біржовому ринку.* В умовах вільної конкуренції на біржовому ринку, тобто при діяльності великої кількості покупців і продавців, свідомо впливати на рівень ціни практично неможливо.

- *Досягнення максимізації прибутку з укладених угод.* Практика біржової діяльності свідчить про прагнення багатьох брокерів до максимізації ціни купівлі при укладанні угоди. В основу такої діяльності покладена інформація про тенденції біржової кон'юнктури на конкретному товарному ринку. В умовах несприятливої кон'юнктури на біржовому ринку, виходячи з технологічного процесу, деякі продавці в особі брокерських контор, нав'язують їм вкрай не вигідні ціни. Це забезпечує їм вигоду у вигляді максимального рівня прибутку.

- *Сприяння розширенню питомої ваги обсягів власних угод у товарообігу біржового ринку.* Брокерські контори, які одержують у значних обсягах пропозиції від продавців, прагнуть максимально використати можливість для розширення власного товарообігу. У такій ситуації продавець (брокерська контора) розраховує на збільшення власного прибутку не за рахунок вищої ціни, а за рахунок більших обсягів проданої продукції. Як правило, така складова стратегії ґрунтується на прогнозі обсягів виробництва того чи іншого продукту.

- *Орієнтація на продаж високоякісної продукції на товарному ринку.* Відпрацьовуючи свою стратегію, продавці прагнуть завоювати той сегмент на біржовому товарному ринку, де торгують високоякісною продукцією. Така дія продавця, з одного боку, забезпечує йому високий рівень прибутку з огляду на більш високі ціни на таку продукцію, з другого – створює відповідний його імідж.

- *Протидія конкуренції на конкретному товарному ринку.* Опрацювання стратегії в цьому напрямі ґрунтується виключно на прогностичних тенденціях біржової кон'юнктури. У випадку, коли передбачається високий рівень конкуренції в короткостроковому періоді, продавець обмірковує напрями запобігання ризику

зниження прибутку. Якщо це стосується продукції довготривалого зберігання, такий товар на ринку, як правило, не пропонується. У випадку, коли висока конкуренція для певного продавця прогнозується у довгостроковому періоді, приймається рішення щодо диверсифікації такого товару.

Згідно з розробленою на визначений період стратегією на товарному біржовому ринку продавець досліджує і здійснює власну цінову політику. Цінова політика кожного окремого продавця має певну специфіку, однак загалом ґрунтується на існуючих типових напрямках.

Опрацьовується цінова стратегія продавцями для товару, який є в обігу на біржовому ринку, та, відповідно, до місця і ролі для товару, який з'являється на ньому вперше.

Продавці, як правило, використовують у своїй діяльності цінову стратегію, що ґрунтується на широкому спектрі як типових, так і власних надбань у цьому напрямку.

Наявність достовірної та оперативної ринкової інформації дає змогу органам державного управління приймати більш виважені рішення щодо формування соціального замовлення народному господарству з боку держави, підтримки окремих регіонів і видів виробництва продукції, встановлення паритету цін на сільськогосподарську і промислову продукцію.

Головною метою створення системи продовольчого моніторингу є забезпечення виробників, гуртовиків, транспортників, переробників, роздрібних продавців і населення, а також органів державного управління достовірною і оперативною інформацією про ціни, обсяги реалізації, попит і пропозицію на продукцію, аналітичними оглядами про стан, тенденції і перспективи розвитку ринків продовольства.

Система моніторингу біржового ринку включає:

- службу цінового моніторингу;
- служби електронних комунікацій, прогнозно-аналітичних центрів, інформаційних центрів.

Таблиця № 6.8.

Характеристика напрямків цінової стратегії

Напрямок цінової стратегії	Суть напрямку, його особливості
<i>Продавець перебуває (торгує) на біржовому ринку</i>	
«Ціновий лідер»	Таку політику ведуть окремі продавці чи брокерські контори, які мають високу питому вагу власних обсягів укладених угод у біржовому обороті певного ринку, товарної біржі. Завдяки цьому вони впливають на формування рівня цін на біржовому ринку, нехтуючи чи усуваючи конкуренцію.
«Перебування у фарватері»	Це вимушена політика для продавця у тому випадку, коли він торгує на біржовому ринку незначними обсягами товару. Отже, виходячи з обсягів власного товарообігу, продавець не може впливати на формування рівня ціни на той чи інший товар, оскільки на «верхній» її рівень впливає політика «цінового лідера».

(продовження)

«Атака»	Передбачається розроблення цінової політики, яка відповідає швидшому, ніж зазвичай, періоду розширення власної питомої ваги у біржовому товарообігу. З цією метою продавець передбачає значне розширення обсягів та зниження цін пропозиції на біржовому ринку. У випадку, коли через зниження ціни втрачається певна величина прибутку, продавець розраховує, що вона буде відшкодована зі збільшенням за рахунок розширення обсягів продажу.
<i>Продавець уперше пропонує товар на біржовому ринку</i>	
«Проникнення на біржу»	У випадку першого виходу продукції на біржовий ринок продавець пропонує її за цінами, нижчими ніж ті, що існують на конкретний момент. У міру входження товару в товарообіг на біржовому ринку поступово піднімається і рівень ціни.
<i>Місце і роль товару на біржовому ринку</i>	
«Зняття вершків»	При введенні в обіг на біржовий ринок нового виду товару передбачається одержати значно вищий рівень ціни, ніж з часом встановиться. Крім цього, така ситуація характерна при монополії, чи олігополії, сприятливій кон'юктурі для продавця. Термін дії такої політики дуже обмежений.
«Середні витрати плюс прибуток»	Така політика передбачається стосовно невеликих обсягів продажу, але «за широким асортиментом». Механізм реалізації такої політики полягає в дотриманні цін, які зумовлюють однаковий рівень прибутку для всього асортименту, яким торгує продавець. Це забезпечує мінімальну ефективність діяльності.
«Ціновий образ»	Застосовується така політика для створення уявлення, що певний товар має нижчу, ніж у конкурентів ціну.

Для забезпечення неухильного дотримання принципів незалежності, об'єктивності і конфіденційності служба цінового моніторингу належить державі.

Наявність прогностично-аналітичних центрів є необхідною складовою системи моніторингу біржового ринку країни. Для додержання принципів комплексності, повноти, об'єктивності та незалежності аналізів і прогнозів бажано розмежувати і дублювати підготовку аналітичних матеріалів.

Інформаційний центр – складова системи моніторингу продовольчого ринку, відповідальний за поширення інформації про стан і перспективи розвитку ринків продовольства в країні (зоні).

Діяльність цієї складової системи повинна ґрунтуватися на принципах оперативності, рівноправності, доступності і повноти подання інформаційних матеріалів через засоби масової інформації та інші спеціалізовані канали поширення інформації.

Основні завдання інформаційного центру:

- приймання інформації від обласних відділень підрозділів служби цінового моніторингу і оперативна її передача на державний рівень для підготовки відомостей і аналітичних матеріалів;
- приймання і поширення відомостей, аналізів і прогнозів, підготовлених до публікації;
- нагромадження, зберігання і забезпечення доступу працівників служб цінового моніторингу, прогностично-аналітичних центрів та інших органів і служб державного управління до баз даних цінового моніторингу;
- системно-технічне обслуговування техніки, якою оснащена служба цінового моніторингу;
- розроблення і вдосконалення програмного забезпечення на всіх рівнях служби;
- оперативне тиражування і розсилання визначеному колу користувачів результатів цінового моніторингу за встановленим списком, що включає органи державної і виконавчої влади, регіональні підрозділи служби, структури регіональної інформаційно-консультаційної служби, засоби масової інформації та інші категорії споживачів на безоплатній основі;
- організація спеціальних радіо - і телевізійних програм ринкових новин і оглядів;
- задоволення заявок інших категорій споживачів без обмежень за плату, що покриває витрати центру на копіювання і розсилання інформації.

Здійснення моніторингу біржової кон'юнктури, а також проведення на його основі аналізу та розрахунків прогнозу розширить можливості вивчення регіонального попиту і пропозиції, сприятиме вдосконаленню методів котирування цін тощо.

Класична система показників, через які здійснюється аналіз біржової кон'юнктури, включає такі напрямки:

I. Моніторинг пропозиції товарів на товарній біржі через показники:

- кількості продукції, що пропонується для участі в торгах (у натуральних одиницях виміру);
- обсягів пропозиції певного товару у вартісному вияві (національна чи іноземна валюта);
- кількості пропозицій даного товару;
- ціни пропозицій (ціни продавця): середня, мінімальна, максимальна.

II. Моніторинг попиту товарів на товарній біржі через показники:

- обсягів заявленого попиту на товар (у натуральних одиницях виміру);
- обсягів заявленого попиту на товар у вартісному вияві (національна чи іноземна валюта);
- чисельності учасників торгів, які подали заявки на певний товар;
- ціни попиту (ціни покупця): середня, мінімальна, максимальна.

III. Моніторинг процесу укладання угод на товарній біржі через показники:

- кількості укладених угод;
- обсягів куплених і проданих товарів (у натуральних одиницях);
- обсягів укладених угод з кожного окремого виду товарів у вартісному вияві (національна чи іноземна валюта);

- ціни (типової) угоди за окремими видами товарів: середня, мінімальна, максимальна;
- питомої ваги біржового обороту в обсягах виробництва певного товару в Україні чи регіоні, де функціонує біржа (у відсотках);
- питома вага біржового обороту певного виду товару в обсягах гуртового товарообігу в Україні чи регіоні, де функціонує біржа (у відсотках).

Як правило, це є основою для проведення аналізу біржової кон'юнктури, яка доповнюється системою показників на вибір брокера і може бути диференційована стосовно тієї чи іншої групи товарів.

Поточна кон'юнктура включає дослідження такого процесу на біржовому ринку, як «настрій біржового ринку».

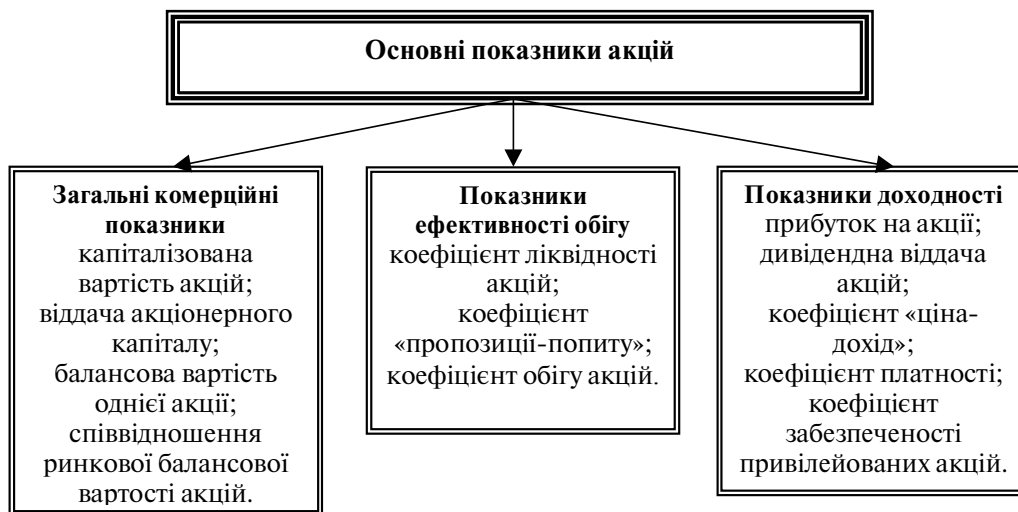
6.4. Фінансово-економічне оцінювання діяльності ринку цінних паперів

Аналітики фондового ринку постійно відстежують фінансовий стан, оцінюють різноманітні аспекти господарської діяльності і намагаються прогнозувати перспективи розвитку емітентів.

Властивості акцій окремих корпорацій оцінюються за допомогою системи показників.

Схема № 6.3.

Основні економічні показники біржової торгівлі акціями



Капіталізована вартість акцій визначає ринкову вартість акцій акціонерного товариства:

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

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

Віддача акціонерного капіталу показує темп зростання вкладеного акціонером капіталу:

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

де $B_{A.K.}$ – віддача акціонерного капіталу;

Π – сума чистого прибутку;

Π_p – відсотки за користування позиковими коштами;

K_A – балансова вартість акціонерного капіталу;

$K_{B.A.}$ – капіталізована вартість акцій.

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

$$A_o = \frac{K_A + P}{O_e},$$

де A_o – балансова вартість однієї акції;

K_A – балансова вартість акціонерного капіталу;

P – розмір страхового (резервного) фонду;

O_e – кількість емітованих акцій.

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

$$C_a = \frac{A_p}{A_o},$$

де C_a – співвідношення ринкової і балансової вартості акцій;

A_p – ринкова вартість акцій;

A_o – балансова вартість однієї акції.

Прибуток на акцію – робить можливим оцінити розміри доходів, що спрямовуються на споживання та нагромадження і припадають на одну акцію:

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

де Π_A – прибуток на акцію;

Π – сума чистого прибутку;

Π_p – відсотки за користування позиковими коштами;

O_e – кількість емітованих акцій.

Дивідендна віддача акції – показує розмір доходу, що спрямовується на точне споживання акціонерів, у відношенні до ринкової вартості акції:

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

де D_A – дивідендна віддача акції;

D – розмір нарахованого дивіденду;

A_p – ринкова вартість акції.

Коефіцієнт «ціна - дохід» – характеризує зв'язок між ринковою вартістю акції і доходом, що вона приносить. Якщо порівнювати цей показник стосовно акцій кількох підприємств, найбільш інвестиційно привабливими будуть акції з найменшим коефіцієнтом:

$$k_{ц/д} = \frac{A_p}{\Pi_A},$$

де $k_{ц/д}$ – коефіцієнт «ціна - дохід»;

A_p – ринкова вартість акції;

Π_A – прибуток на акцію.

Коефіцієнт платності свідчить, яка частка прибутку спрямовується на виплату дивідендів:

$$k_{пл} = \frac{Д}{\Pi_A},$$

де $k_{пл}$ – коефіцієнт платності;

$Д$ – розмір нарахованого дивіденду;

Π_A – прибуток на акції.

Коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій - дає змогу оцінити забезпеченість привілейованих акцій чистими активами емітента, а отже, визначити ступінь захищеності капіталу інвестора:

$$k_3 = \frac{r_{AK}}{O_{ne}},$$

де k_3 – коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій;

r_{AK} – чисті активи акціонерного товариства;

O_{ne} – кількість емітованих привілейованих акцій.

Коефіцієнт ліквідності акцій – характеризує можливість продажу акцій конкретного емітента:

$$k_{л} = \frac{O_{прод}}{O_{прод}},$$

де $k_{л}$ – коефіцієнт ліквідності акцій;

$O_{прод}$ – загальний обсяг пропозиції акцій;

$O_{прод}$ – реальний обсяг продажу акцій.

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

$$k_{n/n} = \frac{\Pi_{прод}}{\Pi_{поп}},$$

де $k_{n/n}$ – коефіцієнт «пропозиції - попиту»;

$\Pi_{прод}$ – ціна пропозиції акцій;

$\Pi_{поп}$ – ціна попиту на акції.

Коефіцієнт обігу акцій - дає змогу визначити обсяг обігу акцій конкретного емітента і є різновидом показників ліквідності:

$$k_{об} = \frac{O_{прод}}{K_{B.A.}},$$

де $k_{об}$ – коефіцієнт обігу акцій;

$O_{прод}$ – реальний обсяг продажу акцій;

$K_{B.A.}$ – капіталізована вартість акцій.

$$C = \frac{D}{P},$$

де C – теоретична ціна (вартість) акції;

D – дивіденд, який виплачується на одну акцію на рік;

P – річний ринковий відсоток.

Для характеристики якостей облігацій використовуються такі показники:

Прямий дохід на облігацію – визначає залежність доходу на облігацію від норми відсотка її ринкової вартості:

$$D_o = \frac{H_o O_n}{O_p},$$

де D_o – прямий дохід на облігацію;

H_o – норма відсотка;

O_n – номінальна вартість облігації;

O_p – ринкова вартість облігації.

Ціна конверсії – ціна, за якою облігація може бути конвертована в акцію.

Конверсійна премія – характеризує вигоди (збитки) інвестора за конвертації облігацій в акції:

$$П.к. = A_{p.к.} - C_k,$$

де $П.к.$ – конверсійна премія;

$A_{p.к.}$ – ринкова вартість акції на момент випуску облігації;

C_k – ціна конверсії.

Коефіцієнт конверсії – показує кількість акцій, що їх отримано в обмін на конвертовану облігацію:

$$D_o = \frac{П_{н.к.}}{C_k},$$

де D_o – коефіцієнт конверсії;

$П_{н.к.}$ – номінальна вартість конвертованої облігації;

C_k – ціна конверсії.

Оцінювання вартості за допомогою розрахунків дає змогу визначити лише прогнозований дохід від цінних паперів, який приведено до поточної вартості грошей.

Розрахунок вартості боргових цінних паперів здійснюють за трьома варіантами виплати доходів на боргові цінні папери:

- дохід сплачується як різниця між цінами придбання і погашення;
- дохід сплачується періодично, а сума боргу погашається наприкінці зазначеного терміну;
- дохід, а також сума боргу сплачуються наприкінці зазначеного терміну.

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

$$B_n = \frac{H}{(1 - P_g)^n},$$

де B_n – розрахункова вартість цінних паперів, дохід на які сплачується як різниця між цінами придбання і погашення;

H – номінальна вартість конкретного цінного паперу;

P_g – рівень доходності конкретного виду цінних паперів;

n – термін, що лишився до погашення.

Вартість боргових цінних паперів, дохід на які сплачується періодично, а сума боргу погашається наприкінці визначеного терміну, розраховується таким способом:

$$B_{nep} = \frac{\Pi_p}{1+P_g} + \frac{\Pi_p}{(1+P_g)^n} + \frac{\Pi_p}{(1+P_g)^n} + \frac{\Pi_p}{(1+P_g)^n},$$

де B_{nep} – розрахункова вартість боргових цінних паперів, дохід на які сплачується періодично, а сума боргу погашається наприкінці зазначеного терміну;

Π_p – абсолютний розмір відсотка.

Вартість боргових цінних паперів, дохід на які та борг сплачуються наприкінці обумовленого терміну, визначається за наступною формулою:

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

де B_m – розрахункова вартість боргових цінних паперів, дохід на які сплачується періодично, а сума боргу погашається наприкінці обумовленого терміну.

Вартість конвертованої облігації обчислюється як добуток ринкової вартості акцій та коефіцієнта конверсії:

$$B_{o.k.} = A_p k_k,$$

де $B_{o.k.}$ – розрахункова вартість конвертованої облігації;

A_p – поточна ринкова вартість акції;

k_k – коефіцієнт конверсії.

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

- дивіденди постійні;
- дивіденди постійно зростають;
- розмір дивідендів змінюється в різні періоди.

Вартість акцій з постійними дивідендами обчислюється за формулою:

$$A_{nocm.} = \frac{D}{P_g},$$

де $A_{nocm.}$ – розрахункова вартість акції з постійними дивідендами (привілейовані акції);

D – дивіденд;

P_g – рівень доходності акції даного типу.

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

$$A_{nocm.zrost} = \frac{D_0(1+t_d)}{P_g - t_d}, \text{ або } \frac{D_1}{P_g - T_d},$$

де $A_{\text{пост.зрост}}$ – розрахункова вартість акції з дивідендами, що постійно зростають;

D_0 – останній виплачений дивіденд;

D_1 – дивіденд, що очікується в наступному році;

T_D – темп зростання дивіденду.

Вартість акцій, розмір дивідендів на які змінюється в різних періодах, обчислюється так:

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

де $A_{\text{змін}}$ – розрахункова вартість акції, розмір дивідендів на які змінюється;

$D_1 \dots D_n$ – дивіденди у роках прогнозування;

B – вартість акцій у постпрогностичний період;

n – кількість років прогнозування.

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

$$B_{i.c.} = \Phi (D \cdot Ov \cdot Z),$$

де $B_{i.c.}$ – розрахункова вартість інвестиційного сертифіката;

Φ – функціональна залежність;

D – дивіденди та проценти, що припадають на один інвестиційний сертифікат;

Ov – виручка інвестиційного фонду від операцій з цінними паперами у розрахунку на один інвестиційний сертифікат;

Z – витрати інвестиційного фонду на управління портфелем цінних паперів у розрахунку на один інвестиційний сертифікат.

Вартість варанта розраховується так:

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

де $B_{\text{вар}}$ – розрахункова вартість варанта;

A_p – поточна ринкова вартість акції;

$A_{\text{вар}}$ – ціна акції, що її визначив емітент для варанта;

$Q_{\text{вар}}$ – кількість акцій, які обмінюються на варант.

Вартість опціону визначається, виходячи з оцінювання дії таких чинників: дивідендів на акцію; співвідношення поточної ринкової вартості акції з ціною акції, визначеною в опціоні; терміном дії опціону; безпечною відсотковою ставкою; ступенем ризику:

$$B_{\text{опц.}} = \Phi(D C_{\text{опц.}} T_{\text{опц.}} \eta R),$$

де $B_{\text{опц.}}$ – розрахункова вартість опціону;

D – дивіденди на акцію;

$C_{опц.}$ – співвідношення поточної ринкової вартості акції з ціною акції, визначеної в опціоні;

$m_{опц.}$ – термін дії опціону;

h – безпечна відсоткова ставка;

R – ступінь ризику як стандартне відхилення.

Розглянемо модель оцінювання капітальних активів, яка визначає взаємозв'язок між ступенем ризику та рівнем доходності цінних паперів. Вона описує залежність, згідно з якою рівень доходності конкретного цінного папера дорівнює безризиковій (безпечній) ставці, що коригується на премії за ризику для конкретного фондового інструменту:

$$\partial = \eta + \eta (p_{ф.р.} - \eta),$$

де ∂ – рівень доходності конкретного виду цінних паперів;

h – безризикова (безпечна) відсоткова ставка доходності;

η – бета-коефіцієнт;

$p_{ф.р.}$ – рівень доходності фондового ринку.

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

6.5. Акції, векселі, гроші

Сучасна економіка цивілізованої країни припускає наявність великого сектора, що базується на акціонерному капіталі. Такий сектор розвивається за своїми законами, використовуючи акцію як універсальний фінансовий інструмент, що служить специфічній меті. Використання акцій банками та іншими комерційними структурами має свої особливості.

Історія появи акцій сягає своїми коренями в глибоку давнину. Акції були відомі вже в епоху рабовласництва, що тривала від моменту утворення перших стійких політичних систем і створення писемності на території таких найдавніших вогнищ цивілізації як Давньоєгипетська держава (епоха 1 - 3 його царств) і Давньошумерська держава в низині Євфрату. Ця епоха тривала протягом майже 4-х тисячоліть: із середини 4-го тисячоліття до нашої ери (до Різдва Христового) до кінця 5-го століття нашої ери і закінчилася падінням Західної Римської Імперії. Так, ще в зводі законів афінського законодавця Солона (середина VI ст. до н.е.) писалося про неприпустимість для держави та її громадян спокійно дивитися на те, як малі майстерні ремісників розоряються через відсутність замовлень і безперешкодно скуповуються магнатами чи їх більш щасливими конкурентами. На думку Солона це призводить, з одного боку, до загального занепаду ремесла, звуження асортименту виробів і падіння конкурентоздатності афінської промисловості, а з другого боку, позначається на обороноздатності держави, тому що вільні громадяни-

ремісники становили основу важкої піхоти. Тому Афіньська держава намагалася забезпечити своїх ремісників держзамовленням: чи було це виробництво, чи ремонт корабельних приладів для військового флоту, чи створення інтер'єрів у храмах та інших громадських місцях.

Водночас серед афіньських купців і підприємців (Афіни були в ту епоху економічним центром Стародавньої Греції і, відповідно, володіли найбільш розвинутою системою товарно-грошових відносин) існувала форма торгової і виробничої діяльності на основі складового капіталу. Частка в загальному капіталі учасників такого підприємства мала вже формалізоване вираження у формі папірусних чи пергаментних сувоїв, у яких зазначалася кількість учасників підприємства, їхні внески і розмір належних з них до міської скарбниці податків. У сучасному розумінні це був статут підприємства. Ці списки проходили реєстрацію в комітетах, що відали торгівлею і ремеслами, а далі зберігалися в храмі Гермеса, заступника торговців і мореплавців. Прописані в цих «статутах» частки вкладників – засновників встановлювали і відповідні права на одержання прибутку.

В часи Стародавнього Риму з'явилися вже перші документи, які можна було б назвати віддаленим прообразом акцій. Щоправда, з'явилися вони не у сфері торгового і не у сфері комерційній, а в сфері, якщо так можна висловитися, «рабовласницького» капіталу. Як правило, це була розписка, видана одним рабовласником іншому – господарю одного раба чи групи рабів, переданих цьому першим для роботи, головним чином, на сільськогосподарських латифундіях. Ця розписка закріплювала обов'язок того рабовласника, якому постачалися раби, відраховувати тому, хто цих рабів йому передав у користування, певну частку зробленої з їх допомогою продукції в натуральному чи грошовому вираженні. Ця частка могла виражатися як у відсотковому відношенні від усієї зробленої продукції, так і в деякому зафіксованому обсязі натуральних чи грошових надходжень.

Починаючи з I століття нашої ери і далі протягом усієї епохи Імператорського Риму ці відносини набувають дедалі ширшого характеру, формулюються в римському праві як новели за допомогою сенатських постанов та імператорських едиктів, а згодом виходять далеко за межі первісних взаємин між рабовласниками – латифундистами. Власниками прав бенефіціантів за переданими в управління активами стають дедалі частіше римські банкіри. У зв'язку з цим, такі активи набувають дедалі більш вираженого суто грошового характеру. Конкретні записи про них відновлюють установлену законом форму, яку фіксують уповноважені на те римські юристи, охороняючи ці «протоакції».

Подальші етапи розвитку акціонерного капіталу в його вже сучасній історії ми можемо бачити на прикладі Голландії XVII століття.

У той період, на початку XVII ст., у Голландії були створені кілька могутніх компаній, зайнятих колоніальним освоєнням територій острівної частини Карібського басейну, Індії і ряду островів (сучасна Індонезія). Це були, насамперед, такі великі купецькі компанії, як Вест-Індська й Ост-Індська. Ці компанії, прагнучи монополізувати не тільки торгівлю, а й увесь процес освоєння нововідкритих заморських територій, вбирали в себе гігантські купецькі капітали. У зв'язку з тим, що далеко не всі купці (і промисловці) готові постачати такі компанії грошима, могли брати безпосередню участь у їх діяльності, з'явилася потреба в узаконенні і регламентації того, що ми зараз називаємо акціонерною формою участі.

У цей же період намітилися дві форми участі в підприємстві і, відповідно, дві форми відповідальності за зобов'язаннями. Це командитне товариство («товариство на вірі») і акціонерні товариства. Спочатку серед великих купецьких компаній переважали перші. Такі компанії будувалися на зразок організацій, в яких були як учасники з повною відповідальністю, що відповідали за справи організації (компанії) усім своїм майном, так і учасники, що відповідали в межах вкладеного капіталу. Серед других були купці чи банкіри, що позичали гроші компаніям по підписці. В обмін на вкладений капітал вони одержували формені розписки, що фіксують суму вкладеного капіталу і встановлюють право на відповідну внесеною частку прибутку. Прообразом проспекту емісії при цьому служив передплатний лист, за яким купці і викупували свої частки, що фіксувалися в спеціальних розписках.

І, нарешті, уже майже сучасної форми акціонерний капітал набирає в Англії в XVIII ст. Першими, майже в сучасному розумінні, акціонерними товариствами стають Британська Ост-Індська і Вест-Індська компанії, а також страхова організація «Lloyds». Вони мають свої проспекти емісії, ради акціонерів і наглядові ради. Виробляється непорушна періодичність проведення зборів учасників. Але головне — у цих компаніях, нарешті, з'являється сама акція як папір суворо встановленого зразка, папір, що фіксує внесок її власника, ступінь його участі в управлінні організаціями.

Акція — це частковий цінний папір, що засвідчує, відповідно до вимог законодавства, відносини співволодіння (титул власності), що гарантує інвестору участь в управлінні акціонерним товариством у тій чи іншій формі, що дає змогу одержувати дивіденди в тій чи іншій формі і гарантує інвестору право на майно організації при ліквідації останньої за визначеною процедурою.

Існують певні розходження в суті акцій та правах акціонерів у США і Україні. Українські акції характеризуються певними властивостями.

За видами акції розрізняють на **звичайні і привілейовані**.

Звичайна акція — це цінний папір, що документує інвестиції в акціонерне товариство з метою одержати частину прибутку АТ як дивіденду, забезпечення приросту курсової вартості, участі в управлінні й одержання частини майна, що залишається після ліквідації корпорації. Інвестиційна мета може бути й іншою. У межах діючого законодавства всі звичайні акції корпорації, незважаючи на час їх випуску рівні між собою як щодо наданих акціонерам прав, так і за розмірами виплачуваних по них дивідендів. Кожен власник звичайної акції може брати участь у загальних зборах акціонерів із правом голосу з усіх питань його компетенції, може обирати і бути обраним до органів управління організацією, знайомитися з її документацією та ін.

У всіх звичайних акцій товариства номінальна вартість однакова. Акціонерне товариство не може приймати рішення про виплату (оголошення) дивідендів за звичайними акціями, якщо не прийняте рішення про виплату в повному розмірі дивідендів за всіма типами привілейованих акцій, розмір дивіденду за якими зафіксований статутом товариства. Усі власники звичайних акцій рівні між собою в їхніх правах на одержання дивідендів. Акціонерне товариство не зобов'язане виплачувати дивіденди за звичайними акціями навіть у випадку наявності в них чистого прибутку. Рада директорів, насамперед, може прийняти рішення про спря-

мування прибутку не на виплату дивідендів, а на розвиток виробництва. Зростання кількості звичайних акцій у руках приватних інвесторів збільшує кількість їхніх голосів і, теоретично, – можливість впливу на прийняття рішень у межах акціонерного товариства. Власник однієї, звичайно, акції має право одного голосу.

Привілейовані акції, зазвичай, не дають своєму власнику права голосу на загальних зборах акціонерів. Щоправда, таке право може бути задоволене частково. У багатьох країнах, у тому числі в Україні, існує становище, коли при погіршенні фінансового стану товариства рівень «безголосності» акцій падає. Власники префекцій одержують право переобирати керівництво корпорації. Відповідно до законодавства акціонери - власники привілейованих акцій не мають права голосу на загальних зборах акціонерів, крім перелічених вище випадків, якщо інше не закріплене в статуті акціонерного товариства для певних типів префекцій.

Крім того, акціонери - власники привілейованих акцій можуть брати участь у загальних зборах акціонерів із правом голосу при вирішенні таких питань, як реорганізація і ліквідація акціонерного товариства. Це ж має місце і тоді, коли на загальних зборах акціонерів розглядаються питання про внесення змін і доповнень до статуту товариства, що обмежують права акціонерів - власників певного типу префекцій, включаючи випадки визначення чи збільшення розміру дивіденду і визначення збільшення ліквідаційної вартості, виплачуваних за привілейованими акціями попередньої черги. Право голосу виникає й у разі надання акціонерам - власникам іншого типу префекційних переваг у черговості виплати дивіденду і/чи ліквідаційної вартості акцій.

Право участі в загальних зборах акціонерів із правом голосу з усіх питань їх компетенції виникає в акціонерів - власників префекцій певного типу, розмір дивіденду за якими визначений у Статуті АТ, у випадку, коли річні збори акціонерів не приймають рішення про виплату дивідендів за префекціями. Таке право виникає, починаючи зі зборів, що відбуваються після вищевказаних річних загальних зборів акціонерів, і припиняється з моменту першої виплати за цими акціями дивідендів у повному розмірі. Аналогічним чином виникає і припиняється право голосу в акціонерів - власників кумулятивних префекцій. Відмінність лише в тому, що тут мова йде не просто про дивіденди, а про накопичені дивіденди.

У багатьох країнах, у тому числі й у США, акції мають певні особливості. Нагадаємо про деякі з них.

Зустрічаються акції (наприклад, засновницькі), що дають право своєму власнику володіти кількома голосами (плюральні, тобто багатоголосі акції), а також такі, що обмежують його право. Серед останніх виділимо: неголосуючі акції; підлеглі (стосовно колишніх випусків право голосу обмежене): з обмеженим правом голосу, коли обмеження пов'язані з іншими умовами і факторами.

У багатьох випадках випускають відстрочені акції, дивіденди за якими виплачуються, але після перевищення певного рівня прибутку чи після виплат дивідендів за префекціями і звичайними акціями «вищого порядку». Звичайні акції також беруть участь – тобто претендують на додаткові дивіденди з прибутку корпорації при перевищенні нею певного рівня. Зауважимо також, що в реквізитах бланка простої іменної акції не можуть указуватися відомості про розмір дивідендів.

- з погляду виплати дивідендів розрізняються:
- префекції з фіксованою ставкою дивідендів;

- зі змінним курсом (коли ставка дивідендів прив'язується до змін відсоткових ставок за державними короткостроковими цінними паперами чи до змін банківського відсотка; перерахування, зазвичай, щоквартальне, при зростанні цих ставок дивіденд також росте, і навпаки);
- префекції за участю (забезпечують їхнім власникам участь у прибутках корпорації понад установлені дивіденди: ця участь може бути лімітована якимись умовами, а може бути і не лімітована);
- гарантовані префекції (коли виплата дивідендів гарантована незалежно від будь-яких зобов'язань);
- экс-дивідендні акції (куплені в экс-дивідендний термін, тобто тоді, коли покупець уже не має права на одержання дивідендів, наприклад, у термін, менший ніж 10 днів до офіційно оголошеної дати виплати проміжних дивідендів);
- кам-дивідендні акції (за змістом протилежні экс-дивідендним: покупець ще користується правом на одержання дивідендів).

Набагато більше різновидів має привілейована акція. **Префекція** – це цінний папір, що документує інвестиції з метою гарантованого одержання частини прибутку корпорації (як встановлений при випуску акції дивіденд), а також переважного, порівняно з іншими акціонерами, одержання частини майна, що залишається після ліквідації корпорації. Інвестиційна мета може бути й іншою. Префекції мають визначені переваги перед звичайними акціями. Засновники (у тому числі і держава в умовах приватизації) випускають їх з урахуванням своїх майнових інтересів. Фінансування з їх допомогою залишає стабільними загальну кількість і структуру голосуючих власників, позиції власників контрольного пакета акцій. Крім того, завдяки їм корпорація може оживити вторинний ринок своїх акцій. Префекції одного типу надають акціонерам рівний обсяг прав і мають однакову номінальну вартість. Акціонерне товариство може розмістити один чи кілька типів привілейованих акцій. Номінальна вартість розміщених префекцій не має перевищувати 25 % від статутного капіталу.

У статуті акціонерного товариства повинен бути визначений розмір дивіденду і (чи) вартість, виплачувана при ліквідації товариства (ліквідаційна вартість) за префекціями кожного типу. Вони визначаються у твердій грошовій сумі чи у відсотках до номінальної вартості префекцій. Розмір дивіденду та ліквідаційна вартість за префекціями вважаються визначеними також, якщо статутом АТ встановлений порядок їхнього визначення. Власник префекцій, по яких не визначений розмір дивіденду, має право на одержання дивідендів на загальних зборах, тобто нарівні з власниками звичайних акцій.

Якщо статутом товариства передбачені привілейовані акції двох чи більш типів, то в ньому ж повинна бути встановлена черговість виплати дивідендів і ліквідаційної вартості з кожного типу префекцій. Статут акціонерного товариства може передбачати також, що невиплачений дивіденд за префекціями певного типу (розмір якого зазвичай у статуті товариства) накопичується і виплачується згодом (кумулятивні префекції). Статут акціонерного товариства може також припускати можливість і фіксувати конкретні умови конвертації привілейованих акцій у звичайні акції чи в префекції інших типів.

Згодом у ході діяльності корпорації можуть розвиватися, мінятися чи скасовуватися. Акціонерне товариство може випустити кілька серій префекцій з різни-

ми властивостями і привілеями. Так, зокрема, такими випусками займалася компанія «Хопер». Але реально вони виявилися лише рекламними трюками, не підкріпленими відповідною надійністю і сумлінністю емітента.

Префекції, зазвичай, є кумулятивними. Тобто вони надають можливість їх власникам одержати при черговій виплаті дивідендів раніше не одержані чи недоотримані суми (наприклад, у випадку, коли розмір дивідендів виявився меншим від установленого рівня). Власники ж некумулятивних (а це в основному звичайні) акцій втрачають дивіденди за будь-який період, за який рада директорів не оголосила їх виплату, а також у випадку неотримання з якихось причин дивідендів у встановлений термін.

Чимало префекцій випускається з обмеженим терміном дії. Це стосується, прикладом, *поворотних акцій* – акцій, що можуть бути викуплені акціонерним товариством у їх власників у заздалегідь визначений час і за заздалегідь установленою ціною. При цьому власники акцій можуть одержати премію. Або ж самі власники акцій можуть їх пред'явити корпорації у визначений час для викупу (погашення) за встановленою ціною. Корпорація, як правило, заздалегідь сповіщає про таке вилучення. Подібні акції називають ретроактивними. На протипагу цьому інші акції будуть безповоротними – тобто вони не можуть бути погашені доти, поки існує їх емітент. Щоправда, будь-якому випуску акцій можна надати властивості зворотності (чи будь-якої іншої) з дотриманням установленої процедури, що відповідає змінам і доповненням до установчих документів корпорації.

Привілейовані акції різною мірою є поворотними. Наприклад, більшість конвертованих префекцій – поворотні, тобто дієздатні протягом обмеженого терміну (щоправда, самих конвертованих акцій у загальному складі префекцій – меншість). За конвертованими префекціями можливе значне зростання їхньої курсової вартості при наближенні до періоду дії конверсійного привілею, що викликано, зокрема, більш високими курсами звичайних акцій порівняно з привілейованими. Водночас відзначимо, що властивість конвертації (як і зворотності) не має зворотної сили.

Важливе місце на ринку цінних паперів займають банки.

Банк – це організація, створена для залучення коштів і розміщення їх від свого імені на умовах зворотності, платності і терміновості.

Відповідно до законодавства банк на ринку цінних паперів має право:

- випускати, продавати, купувати, враховувати і зберігати цінні папери, робити інші операції з ними;
 - здійснювати довірче управління цінними паперами за договором з фізичними і юридичними особами;
 - виконувати професійну діяльність, передбачену українським законодавством.
- В Україні комерційні банки виступають:
- емітентами, здійснюючи випуск власних акцій і облігацій, депозитних і ощадних сертифікатів, векселів і довільних цінних паперів;
 - інвесторами, здобуваючи цінні папери за свій рахунок;
 - на ринку цінних паперів у ролі інвестиційних інститутів, виконуючи не тільки функції фінансового брокера, а й функції інвестиційної компанії.

Операції комерційних банків з цінними паперами принципово не відрізняються від аналогічних операцій, здійснюваних іншими учасниками ринку цінних

паперів. Це стосується випуску акцій і облігацій, у ході якого формуються власний і позиковий капітал банку.

Акція являє собою свідоцтво про внесення паю в капітал акціонерного товариства, що дає право на управління шляхом голосування, на одержання доходів від діяльності товариства, на частку у власних коштах.

За способом реєстрації виділяються **іменні та пред'явницькі** акції.

Залежно від виду прав, акції поділяються на **звичайні і привілейовані**. Привілейовані акції дають своїм власникам привілеї, якими не володіють власники звичайних акцій.

Існують наступні різновиди привілейованих акцій. За умовами виплати дивідендів розрізняють кумулятивні і некумулятивні префекції. За властивостями зворотності префекції поділяються на поворотні і безповоротні. За правом голосу префекції поділяються на неголосуючі й ті, що мають умовне право голосу.

Залежно від конверсійного привілею розрізняють конвертовані і неконвертовані префекції. За участю в прибутках префекції класифікуються на префекції з фіксованими дивідендами і префекції за участю.

Серед звичайних акцій виділяють голосуючі й обмежені. Голосуючі акції надають право голосу за формулою: одна акція = одному голосу. Серед обмежених акцій виділяють акції з обмеженим правом голосу, підлеглі акції і неголосуючі.

Поряд з основними цінними паперами на фондовому ринку обертаються допоміжні цінні папери. До них відносяться векселі, чеки, різного роду сертифікати.

Комерційні банки як універсальні кредитно-фінансові інститути є власниками ринку цінних паперів. Розширення і диверсифікованість форм участі комерційних банків на ринку цінних паперів призвели до організації великих фінансово-банківських груп на чолі з комерційними банками, що концентрують навколо себе відносно самостійні структурні підрозділи – інвестиційні фонди, брокерські фірми, трастові компанії, консультаційні фірми і под.

Комерційні банки активізуються на фондовому ринку шляхом створення всіляких дочірніх фінансових компаній і особистої участі в діяльності брокерських фірм. Прагнення комерційних банків розширити операції з цінними паперами стимулюється, по-перше, високою прибутковістю цих операцій; по-друге, відносним скороченням сфери ефективного використання прямих банківських кредитів.

Комерційні банки можуть виступати як емітенти власних акцій, облігацій, векселів, депозитних сертифікатів та інших цінних паперів, а також у ролі інвесторів, здобуваючи цінні папери за власний рахунок, і, нарешті, банки мають право проводити посередницькі операції з цінними паперами, одержуючи за це комісійну винагороду.

Інвестиційна діяльність – вкладення інвестицій чи інвестування і сукупність практичних дій з реалізації інвестицій. Суб'єктами інвестиційної діяльності виступають інвестори, як фізичні, так і юридичні особи, у тому числі банки, а об'єктами інвестиційної діяльності служать новостворювані і модернізовані основні й оборотні кошти, цінні папери, цільові грошові вклади, науково-технічна продукція, інші об'єкти власності.

Інвестиційна діяльність банків здійснюється за рахунок:

- власних ресурсів;
- позичкових і притягнутих коштів.
- інвестиційного портфеля банку — набору цінних паперів, що здобуваються для одержання доходів і забезпечення ліквідності вкладів.

Інвестиційна політика банку, як правило, формується в якому-небудь документі, затверджуваному керівництвом банку. Він зазвичай містить:

- основну мету політики;
- склад інвестиційного портфеля;
- види, якість цінних паперів і диверсифікованість портфеля;
- комп'ютерні програми;
- порядок торгівлі цінними паперами;
- особливості операцій «своп» з цінними паперами.

Розмір проміжного дивіденду за акціями кожної категорії (типу) визначається радою директорів (наглядовою радою) товариства. Розмір річних дивідендів визначається загальними зборами акціонерів за рекомендацією ради директорів (наглядової ради) товариства. При цьому розмір річних дивідендів не може бути більшим від рекомендованого певним органом управління і меншим від виплачених проміжних дивідендів.

Дивіденд визначається з розрахунку на одну акцію без урахування податків.

Порядок визначення розміру дивідендів за звичайними і за привілейованими акціями істотно відрізняється. У зв'язку з особливою природою привілейованих акцій у законодавстві міститься вказівка на те, що розмір дивіденду за привілейованими акціями кожного типу доцільно визначити в статуті товариства. Однак ця норма диспозитивна. Законодавець дає альтернативні варіанти: «У статуті товариства повинен бути визначений розмір дивіденду і (чи) вартість, виплачувана при ліквідації товариства (ліквідаційна вартість) за привілейованими акціями кожного типу». За привілейованими акціями визначені три варіанти:

- тільки розмір дивіденду;
- розмір дивіденду і ліквідаційна вартість;
- тільки ліквідаційна вартість.

Якщо в установчому документі не визначений розмір дивіденду за відповідними акціями, то власники зазначених цінних паперів мають право на одержання дивідендів нарівні з власниками звичайних акцій.

Іноді цю норму розуміють не тільки як надання власникам певного типу привілейованих акцій права на одержання дивіденду в однаковому розмірі, а й як можливість оголошення дивідендів в одній черзі з власниками звичайних акцій. Таке трактування некоректне. Під фразою «нарівні з власниками звичайних акцій» варто розуміти лише право на однаковий з ними розмір дивіденду.

Товариство має право не повідомляти дивіденд за акціями певних категорій і типів. Якщо допустити, що власники привілейованих акцій без визначеного розміру дивідендів стоять в одній черзі з власниками звичайних акцій, то це означає, що можна оголосити дивіденд тільки за звичайними акціями і не виплачувати його за привілейованими. У такій ситуації привілейовані акції не тільки не надаватимуть їх власникам яких-небудь переваг, а навпаки, дозволяють відсунути їх у черзі на оголошення дивідендів. Вважаємо логічним зафіксувати в статуті, що влас-

ники привілейованих акцій без визначеного розміру дивіденду мають право на одержання останнього в тому ж розмірі, що і власникам звичайних акцій, але користуються перевагою в черговості оголошення дивідендів. Спочатку необхідно оголосити дивіденд за цим типом привілейованих акцій, і тільки після цього можна повідомляти дивіденд за звичайними акціями.

Що означає визначення в статуті дивіденду по привілейованих акціях? Законодавство допускає кілька варіантів.

По-перше, їх розмір може бути зафіксований у твердій грошовій сумі. Наприклад, «на кожную привілейовану акцію припадає річний дивіденд у сумі, що становить гривневий еквівалент 5,5 долларам США на дату оголошення дивідендів за курсом ЦБ України».

По-друге, він може бути зазначений у відсотках до номінальної вартості привілейованих акцій. Наприклад, «розмір річного дивіденду, що припадає на кожную привілейовану акцію, становить 100 % від її номінальної вартості».

По-третє, розмір дивіденду вважається визначеним, якщо статутом товариства встановлений порядок його розрахунку. Наприклад, «загальна сума, виплачувана як дивіденд за кожною привілейованою акцією типу А, встановлюється в розмірі 10 % від чистого прибутку акціонерного товариства за підсумками фінансового року, розділеного на кількість акцій, що становлять 25 % статутного капіталу товариства».

«Загальна сума, що виплачується як дивіденд за кожною привілейованою акцією типу Б, встановлюється в розмірі 5 % від чистого прибутку акціонерного товариства за підсумками фінансового року, поділеного на кількість акцій, що становлять 25 % статутного капіталу товариства. При цьому якщо сума дивідендів, виплачувана акціонерним товариством за кожною звичайною акцією у визначеному році, перевищує суму, що підлягає виплаті як дивіденди за кожною привілейованою акцією типу Б, розмір дивіденду, виплачуваний за останньою, повинен бути збільшений до розміру дивіденду, виплачуваного за звичайною акцією».

У статуті може бути зафіксоване правило, що встановлює співвідношення між дивідендами за привілейованими і звичайними акціями. Зокрема, якщо за звичайними акціями буде оголошений дивіденд більший, ніж той, який визначений у статуті за привілейованими акціями, то дивіденд за останніми таким самим, що і за звичайним.

«...Якщо сума дивідендів, виплачувана акціонерним товариством за кожною звичайною акцією у визначеному році, перевищує суму, що підлягає виплаті як дивіденди за кожною привілейованою акцією типу А, розмір дивіденду, виплачуваного за звичайними акціями».

Визначення розміру дивідендів за привілейованими акціями у статуті не означає обов'язкове їх одержання акціонерами. Повноважний орган управління товариством може не прийняти рішення про виплату дивідендів чи прийняти рішення про виплату їх у неповному розмірі.

Термін виконання зобов'язання по розрахунках з акціонерами визначається датою виплати дивідендів, зазначеною в статуті чи рішенні загальних зборів про їх виплату.

Інвестиції в акції є різновидом фінансових інвестицій, тобто вкладенням грошей у фінансові активи з метою одержання доходу – додаткових грошей. Доходними вважаються такі вкладення в акції, що здатні забезпечити дохід вищий від середньоринкового.

Одержання саме цього доходу і є метою, що її переслідує інвестор, здійснюючи інвестиції на фондовому ринку. При цьому дохід може принести акція, що, обертаючись на фондовому ринку, цікавить в основному портфельного інвестора.

Будучи власником цінного паперу, інвестор може розраховувати тільки на одержання дивіденду за акціями, тобто поточні виплати за цінним папером (Y). Факторами, що визначають розмір дивіденду, є умови його виплати, маса чистого прибутку і пропорції його розподілу, що залежить від рішення ради директорів і загальних зборів акціонерів.

Після реалізації акції її власник може одержати другу складову сукупного доходу – *приріст курсової вартості*. Кількісно це позначається як дохід, дорівнює різниці між ціною купівлі (Π) і ціною продажу (Π_1). Природно, при перевищенні ціни продажу над ціною купівлі ($\Pi_1 > \Pi$) інвестор одержує дохід ($D = \Pi_1 - \Pi$), а при зниженні цін на фондовому ринку і, відповідно, зниженні ціни продажу порівняно з ціною купівлі ($\Pi_1 < \Pi$) інвестор має втрату капіталу ($\Pi = \Pi - \Pi_1$).

Крім того, варто мати на увазі, що розрахунок доходу за акціями залежить від інвестиційного періоду.

Якщо інвестор А здійснює довгострокові інвестиції і в інвестиційний період, за яким відбувається оцінювання прибутковості акції, не входить її продаж, то поточний дохід визначається величиною виплачуваних дивідендів (Y). При такій ситуації розглядають поточну прибутковість (D_x), тобто без урахування реалізації акції, що розраховується як відношення отриманого дивіденду до ціни придбанної акції (Π_p):

$$D = (Y : \Pi_p) \times 100 \quad (1).$$

Крім того, можна розраховувати ринкову поточну прибутковість (D_{xp}), що буде залежати від рівня ціни на ринку в кожен конкретний момент часу (Π_p):

$$D_{xp} = (Y : \Pi_p) \times 100 \quad (2).$$

Якщо інвестиційний період, в якому оцінюються акції, включає виплату дивідендів і закінчується їх реалізацією, то дохід визначається як сукупні дивіденди з урахуванням зміни курсової вартості, тобто

$$D = Y_{1...n} \pm (\Pi_1 - \Pi) \quad (3).$$

Таким чином, кінцевий дохід після реалізації акцій може бути: $D < 0$, якщо $Y < \Pi_1 - \Pi$ - за умови, що $\Pi_1 < w$; і $D > 0$, якщо $\Pi_1 - \Pi < Y$ чи величина позитивна, якщо $\Pi_1 > \Pi$.

Прибутковість інвестора Б є кінцевою (D_{xk}), тому що він реалізував свої цінні папери, і дохід за інвестиційний період вимірюється співвідношенням:

$$D_{\text{ХХ}} = ((Y + (C_1 - C)) : C) \times 100 \quad (4),$$

а в разі, якщо інвестиційний період буде перевищувати рік, то формула кінцевої прибутковості в розрахунку на рік має наступний вигляд:

$$D_{\text{ХХ}} = ((Y_{1..n} + (C_1 - C)) : (C \times T)) \times 100 \quad (5),$$

де T_1 - час перебування акції в інвестора.

Якщо інвестиційний період не включає виплати дивідендів, то дохід утвориться як різниця між ціною купівлі і продажу. Таким чином, $D = C_1 - C$ і може бути будь-якою величиною.

Прибутковість акції в цьому випадку розраховується як відношення різниці в ціні продажу і купівлі до ціни купівлі:

$$D_{\text{ХХ}} = ((C_1 - C) : C) \times 100 \quad (6).$$

Прибутковість є одним з найважливіших критеріїв оцінювання правильності інвестицій, тому вміння грамотно оцінити прибутковість акції знижує можливість втрат для інвестора.

Таблиця № 6.9.

Розрахунок обов'язкових економічних нормативів діяльності кредитної організації період 3 квартал 2002 р.

Назва нормативу	Позначення	Допустиме значення	Факт
Норматив достатності капіталу	Н1	5% min	-703,5%
Норматив поточної ліквідності	Н2	20% min	1,1%
Норматив миттєвої ліквідності	Н3	10% min	3,1%
Норматив довгострокової ліквідності	Н4	120% max	-0,5%

період - 4 квартал 2003 р.

№	Стаття	Норматив	Факт
Н1	Достатності капіталу min	5,00	-11782,83
Н2	Поточної ліквідності min	20,00	-1,26
Н3	Миттєвої ліквідності min	10,00	-7,57
Н4	Довгострокової ліквідності max	120,00	-0,02

Таким чином, можна побачити наростаюче погіршення фінансового становища банку, що виражається, насамперед, у зниженні всіх форм ліквідності за ра-

хунок наростаючого перевищення зобов'язань банку над його активами і зниження ефективності власного капіталу банку.

Усе це позначається, природно, і на прибутковості акцій, що протягом останніх двох років через відсутність дивідендів (річні баланси 2002 – 2003 рр. підбиті зі збитками) дорівнювала нулю.

Своєчасна і повна оплата поставленої продукції, виконаних робіт, наданих послуг, інших боргових зобов'язань – одна з головних передумов і ознак ефективного функціонування економіки в цілому і кожного суб'єкта окремо. Тому в усіх країнах багато уваги надається організації грошових розрахунків, створюються особливі розрахунково-платіжні системи, в центрі яких знаходяться банки як спеціалізовані грошово-кредитні установи.

Залежно від сфери використання грошових коштів, усі розрахунки здійснюються у двох формах:

- готівкових розрахунків – яка обслуговується законними грошовими знаками держави;
- безготівкових розрахунків – яка обслуговується платіжними засобами в депозитній формі, у формі комерційних боргових зобов'язань (вексель, чек, банківський сертифікат).

Жоден з інститутів сучасного фінансового ризику, крім, зазвичай, самих грошей у всіх численних проявах їх економічних функцій, не може зрівнятися за своєю історією і значенням з векселем. Саме розвиток вексельного обороту призвів до безготівкових грошових розрахунків: витіснення з грошового обігу металів – золота і срібла, заміна еквівалентів мінового обороту паперовими символами.

Безумовність векселя як боргового зобов'язання, суворість і швидкість стягнення за ним послужили основою створення інших видів платежів і розрахунків – банкнот, чеків, акредитивів. Розвиток різноманітних інструментів ринку цінних паперів – акцій, облігацій, депозитних сертифікатів і їх похідних, відбувалося так само на основі векселя.

Векселі активно використовувалися і використовуються в міжнародних розрахунках і внутрішніх угодах країн. Промисловцям і комерсантам векселі дають змогу оплачувати свої купівлі з відстроченням платежу – бути засобом оформлення і забезпечення кредитів як комерційних, так і банківських.

В Україні розвиток векселя, як і інших фінансових інструментів, перервався в 1917 році. Але під час НЕПу вексель був відновлений у своїх правах, проте лише для того, щоб бути безславно скасованим у 1930 році. Але перехід до економіки «розвинутого соціалізму» призвів до відновлення векселя.

Банки налагоджують не тільки вексельний кредит, а й організують взаємозалік векселів. За допомогою вексельного обороту робляться спроби вирішення неплатежів підприємств.

Векселі поділяються на прості і переказні.

Простим векселем називається вексель, складений у формі простого, нічим не обумовленого зобов'язання, виданого однією особою іншій за отримані від останньої цінності.

Переказним векселем називається вексель, складений у формі беззаперечного наказу або пропозиції здійснити платіж, виданий однією особою іншій, за раніше відпущені їй у кредит цінності, або внаслідок отриманого від неї на те права.

Векселі, як прості, так і переказні, що виписані та підлягають оплаті в певному місці, називаються *місцевими*, що підлягають оплаті в межах тієї ж країни, де вони виписані, – *внутрішніми*, а виписані в одній країні, але які підлягають оплаті в іншій країні, – *іноземними (зовнішніми)*.

Вексель як борговий документ має ряд істотних особливостей, які відрізняють його від інших боргових зобов'язань. До цих особливостей векселя відносяться:

- грошовість, тобто предметом вексельного зобов'язання можуть бути тільки гроші;

- строковість та визначеність, тобто тривалість існування вексельного зобов'язання може бути розрахована заздалегідь або тільки за одними даними у тексті векселя, або на підставі вексельного закону (векселі за пред'явленням з граничним терміном його презентації). Тривалість існування векселя не може залежати від настання або ненастання яких-небудь подій або умов;

- безумовність і беззастережність, тобто наказ у переказному і зобов'язання в простому векселі про сплату певної грошової суми має бути зрозумілим і не залежати від будь-яких умов. Можлива вказівка у самому векселі на якийсь документ, що лежить в основі видачі векселя, повинна бути юридично нейтральною і може виконувати лише інформаційну функцію, але така вказівка не повинна впливати на беззастережність наказу (зобов'язання) платежу;

- абстрактність. Вексельне зобов'язання є відірваним від основної угоди (за якою виданий вексель) як за текстом, так і за суттю. Боржник не має право захищатися проти вимог сумлінного векселедержателя запереченнями, що ґрунтуються на недоліках і невиконанні основної угоди, яка лежить в основі видачі або передачі векселя, за винятком: заперечень боржника проти векселедержателя, коли останній, знаючи про недоліки векселя, придбав його з метою свідомо завдати шкоди боржнику;

- оборотність і односторонність, тобто право вимагати оплату за векселем передається разом із векселем, із здійсненням у необхідних випадках спеціальних приписів, що встановлюють правові підстави володіння векселем. Отже, для одержання платежу за векселем досить пред'явити сам вексель. Односторонність вексельного зобов'язання полягає в тому, що особа, яка зобов'язана за векселем, є лише зобов'язаною (без якої-небудь вимоги з її боку), а інша особа має лише право вимагати за векселем (без якого-небудь зобов'язання з її боку);

- письмова, чітко встановлена законом форма, при недотриманні вимог якої вексель втрачає свою силу особливого грошового зобов'язання. Вексельне зобов'язання може міститися тільки в тексті векселя, а не поза ним. Саме по собі воно цілком відповідає підпису на векселі, адже підпис на векселі рівнозначний прийняттю вексельного зобов'язання.

Особливість вексельного обігу полягає в тому, що всі учасники вексельного зобов'язання (і боржники, і кредитори) підпадають під дію окремих правових норм. До них відносяться:

- Солідарна відповідальність. Кожний, хто поставив свій підпис на векселі, тим самим гарантував вчасний платіж за векселем. Векселедержатель, у випадку несплати за векселем при настанні терміну сплати, може пред'явити свої вимоги кожній із зобов'язаних за векселем осіб і навіть усім їм відразу, не дотримуючись при цьому ніякої послідовності і не чекаючи будь-яких термінів.

· Право зворотної вимоги. Векселедержатель, який не одержав платежу за векселем, одержує право на прямий позов до особи, зобов'язаної платити за векселем (у переказному векселі) або до особи яка видала вексель (у простому векселі), а після вчинення деяких формальностей, - має право на регресний позов до всіх осіб, які зобов'язалися за векселем раніше від нього самого (як у переказному, так і в простому векселі). Для обґрунтування такого позову векселедержателю досить пред'явити вексель з позначкою про опротестування в неплатежі (жневська система вексельного обігу) або навіть без такої (англо-американська система). Так забезпечується подальший прискорений спосіб розгляду позову і наступного стягнення за векселем.

· Неможливість заперечень. Заперечення боржника проти кредитора практично неможливі, лише за винятком випадків, коли кредитор, здобуваючи вексель, діяв, свідомо завдаючи шкоду боржнику. Але навіть і в цьому випадку сам боржник має довести правомірність своєї вимоги.

Вексель є зобов'язанням щодо визначеної грошової суми, яка не залежить від тієї матеріальної підстави, на основі якої воно виникло. Як зобов'язання, що регулюється спеціальними вексельними нормами, цей документ повинен містити такі необхідні складові частини (елементи), які б за змістом і формою не залишали ніяких сумнівів щодо волі векседавця.

Національні законодавства висувають різні вимоги до впорядкування вексельного тексту, але вимагають обов'язкової наявності вексельних реквізитів, тобто тих елементів вексельного тексту, що разом становлять вексельне зобов'язання і перетворюють його з простого боргового зобов'язання в зобов'язання, що ґрунтується на нормах права, які регулюють вексельні відносини.

У більшості країн встановлювані національними банками форми векселів - вексельні формуляри - мають лише значення зразка, і відступ від форми за умови дотримання при написанні векселя усіх вимог та реквізитів не впливає на рішення про правоздатність векселя. Але в Україні векселі виписуються на спеціальних бланках, зразок яких затверджений Національним законодавством. В Україні наявність усіх реквізитів на звичайному аркуші паперу не перетворюють цей аркуш на вексель та не наділяють його вексельною правоздатністю, на відміну від інших країн, де позначка «вексель» з усіма необхідними реквізитами та підписом зобов'язаних осіб перетворює будь-який папір на вексель (англо-американська система вексельного обігу не вимагає навіть позначки «вексель»).

Простий вексель містить ті ж реквізити, що і переказний, із тією тільки відмінністю, що немає вказівки трасата кому платити, тому що платником-векседавцем є сам боржник.

ЄВЗ вказує, що документ, у якому відсутній хоча б один із зазначених реквізитів, не є векселем, крім наступних випадків:

- вексель, у якому не зазначений термін платежу, розглядається як такий, що підлягає оплаті за пред'явленням;
- при відсутності спеціальної вказівки, місце, зазначене біля назви платника, вважається місцем платежу і, водночас, місцезнаходженням платника;
- вексель, що не містить вказівки на місце його видачі, розглядається як підписаний у місці, позначеному поруч із назвою векседавця.

Не в усіх країнах закони вимагають наявності всіх зазначених реквізитів. Якщо ЄВЗ для дійсності переказного векселя вимагає наявності усіх восьми пунктів, ні в

англійській, ні в американській системі не вимагається позначки «вексель», а достатньо лише пунктів 2, 3, 6 і 8 як мінімум, тобто: зобов'язання сплатити певну суму, назва платника, назва того, кому має бути здійснено платіж та підпис векселедавця.

Допускається (і в женеvській, і в англо-американській системах) зазначати на векселі кількох платників, а також видавати вексель одночасно кільком векселедавцям. Так само у векселі може бути призначено кілька перших набувачів, однак, дроблення вексельної суми ні між кількома платниками (векселедавцями), ні між кількома першими набувачами не допускається.

За згодою контрагентів вексель виписується на будь-якій мові, зазвичай, — на мові місця видачі або місця платежу. За бажанням наступних учасників (наприклад, при купівлі іноземного векселя) він може бути перекладений на відповідну мову шляхом прикріплення до нього нотаріально завіреного перекладу.

Зміни в реквізитах векселя першонабувачем або його спадкоємцями не допускаються. Тільки за згодою зацікавлених сторін (платника, векселедавця) можуть бути зроблені незначні зміни, що доповнюють незначні відсутні реквізити (наприклад, додаток відсутньої дати видачі).

Якщо векселедавець залишив незаповненими багато або навіть усі вексельні реквізити (насамперед це стосується суми, терміну платежу і назви першонабувача) і підписав вексель, то кажуть, що він підписав банківський вексель. Якщо ж він передає такий бланківський вексель першонабувачу, то останній має право самостійно заповнити відсутні частини. Мається на увазі, що векселедавець безумовно дав йому і наступним векселедержателям таке право.

Крім головних складових частин — реквізитів або істотних речей векселя, вексель може містити ще й інші елементи — несуттєві речі, частково встановлені законодавчо як складові частини векселя, частково законодавчо не встановлені та визнані не обов'язковими, наприклад, аваль, посередницька адреса, формула «не наказу» та інші моменти. Деякі з цих частин на практиці стали настільки буденними, що без них неможливо уявити вексель.

Від дефектів вексельної форми необхідно відрізнити дефектність або недійсність, в основі якої — правоздатність особи, яка поставила свій підпис на векселі. У цьому випадку недійсність підпису неправоздатної особи відноситься тільки до цієї особи, не перетворюючи вексель на недійсний стосовно інших векселеучасників.

Вексель називається *підробленим*, якщо напис на ньому зроблений якою-небудь іншою особою, а не тією, від імені якої він виданий. Той, чиє ім'я було використане для такого вексельного напису, не несе ніяких вексельних зобов'язань, тому що насправді він не підписував вексель. З іншого боку, і той, хто скористався для підпису чужим ім'ям, також не несе ніяких вексельних зобов'язань, тому що на векселі немає імені особи, яка справді підписала вексель. Її відповідальність визначається, з одного боку, кримінальним правом, а з другого боку, — цивільним — за збитки, завдані сумлінному векселедержателю.

Вексель називається *вигаданим* (фіктивним), якщо в ньому вказуються неіснуючі, вигадані особи. Такі векселі часто використовуються з метою одержати гроші для якихось операцій шляхом дисконту векселя (в банку) з наступним його викупом до настання терміну платежу. Значення вигаданих векселів визначається тими ж основами, що і значення підроблених векселів.

Усі векселі за їх економічною природою можна поділити на:

- комерційні або торгові (товарні, купівельні) векселі, тобто такі векселі, які видані на підставі товарного боргу, наданих послуг, виконаних робіт і т. ін.;
- фінансові векселі, тобто такі, джерелом яких є фінансові операції і підставою для видачі яких є одержання грошової позики на противагу видачі боргового зобов'язання.

В основі видачі і комерційних, і фінансових векселів завжди лежить фактична угода, чи то одержання товарного (комерційного), чи грошового (банківського) кредиту.

Серед фінансових векселів виділяються векселі, підставою для видачі яких є не якась реальна кредитна угода, а лише мета одержати товарний або – переважно – грошовий кредит, котрий не вдалося б одержати іншим способом. До подібних векселів відносяться дружні та бронзові векселі. Загальною ознакою і тих, і інших є безгрошовість (тобто відсутність у вексельному зобов'язанні законної підстави боргу, реальної економічної основи його видачі) і безвалютність (тобто відсутність у вексельному зобов'язанні майнового забезпечення боргу, відплати за його видачу). Оскільки безгрошове зобов'язання юридично мізерне, воно може бути визнане незаконним, але якщо вексель виявиться в руках сумлінного держателя, який не знав про цей недолік, то такий держатель все ж залишиться законним держателем і буде мати право вимагати за векселем.

До дружніх векселів відносяться векселі, які не мають підставою своєї видачі розрахунки векселедержателя за товарними і грошовими угодами і видаються, головним чином, з метою одержання грошей від облікування векселів у банку. Такими векселями визнаються такі, що видані один одному родичами, близькими, членами і пайовиками одного товариства та інші безгрошові векселі.

До бронзових векселів відносяться безгрошові векселі, які видані з метою або поповнення коштів шляхом їхнього облікування в банках, або – штучного збільшення боргів шляхом видачі векселів на користь фальшивих кредиторів. На відміну від дружніх векселів, за векселями фіктивними, особи, причетні до їхнього виникнення, не приймають на себе відповідальності за векселем, оскільки вексель створюється лише для однієї мети – ввести в оману кредиторів і шахрайським шляхом витягнути з них кошти.

До зустрічних векселів відносяться дружні та бронзові векселі, в яких дві юридичні особи виступають поперемінно то векседавцем (платником), то векселедержателем (набувачем). Такі векселі визнаються зустрічними, навіть якщо їхні терміни сплати і суми не збігаються. Зустрічні векселі можуть бути не тільки дружніми і бронзовими, а й комерційними, які виникли із взаємних торгових відносин і угод між двома особами.

Переказні векселі, які зустрічаються в міжнародному обігу, можуть бути розділені на:

· виставлені експортерами на своїх імпортерів – торгові тратти. Коли тратти супроводжуються товарними документами, вони називаються документальними траттами.

· виставлені підприємствами на банки – банківські акцепти.

· виставлені банками на банки – фінансові тратти.

Переказні векселі, виписані в іноземній валюті і трасовані за кордон (з-за кор-

дону), поділяються на власні тратти та готові векселі. Іноземний переказний вексель в руках ремітента або в руках першого набувача, на ім'я якого трасант індосував вексель власному наказу, називається власною траттою; така тратта має тільки підпис трасанта і, можливо, підпис трасата-акцептанта, при відсутності підписів індосантів, що забезпечують добротність векселя. Той же вексель, індосований хоча б тільки один раз ремітентом на ім'я свого індосата, або той же вексель власному наказу, індосований за іншим індосаментом першим індосатом на ім'я другого, є в руках останнього вже не власною траттою, а готовим векселем.

Стосовно форм платежу векселі поділяються на платіжні, коли вони підлягають оплаті в термін, і забезпечувальні, які лише забезпечують наданий кредит.

Забезпечувальні векселі зберігаються в банку на спеціальному рахунку і не оплачуються, а викуповуються позичальниками до певного терміну замість погашення позичкової заборгованості; якщо ж забезпечувальний вексель є стосовно позичальника чужим векселем, то на погашення заборгованості може спрямовуватися й інкасована банком сума за таким векселем. Відповідно забезпечувальні векселі можуть бути:

- чужими векселями, за якими позичальник є індосантом. Такі векселі, залежно від угоди, передаються банку або за передавальним чи за забезпечувальним на його ім'я написом. Сюди ж відносяться векселі, в яких поручитель позичальника виступає як прихований поручитель. І ті й інші є підставою для ломбардної операції, а тому їх ще називають ломбардними векселями;

- власними векселями, по яких позичальник значиться платником; це, як правило, соло-векселі. Такі векселі передаються банку або за іменним (за допомогою застереження «не наказу»), або за бланковим, або, нарешті, за забезпечувальним написом і зберігаються в банку на заставному праві, але на відміну від чужих векселів не виступають додатковим забезпеченням отриманої позички, а мають на меті лише якнайшвидше стягнути прострочену або непогашену заборгованість. Соло-векселі позичальника наказу банку, які окрім інших заставних цінностей є додатковим забезпеченням позички, відносяться до власних ломбардних векселів.

Оскільки за зовнішніми ознаками векселями не можна визначити ані характер відносин між векселеучасниками, ані природу виникнення вексельного зобов'язання, отже, і добротність векселя, і надійність боржника – найважливіше завдання особи, яка працює з векселями, і бухгалтера, і банкіра, насамперед у тому, щоб виявити справжній характер векселя, його реальну економічну та юридичну основу.

Виходячи із визначення простого і переказного векселів, первинними сторонами простого векселя виступають дві особи:

- векседавець – особа, що виписує вексель, яка водночас є і платником за векселем;

- ремітент – перший отримувач за векселем або перший векселедержатель, перед яким платник приймає зобов'язання про платіж.

У переказному векселі первісними учасниками є:

- трасант (векседавець) – особа, що виписує вексель;

- трасат (платник), до якого трасант звертає свій наказ про платіж за векселем;

- ремітент – перший отримувач або перший векселедержатель, на користь якого виставляється вексель. Тобто, за переказним векселем, на відміну від простого,

платником є не векселедавець, а інша особа, яка повинна письмово підтвердити свою згоду здійснити платіж за векселем у визначений строк – ця спеціальна дія називається акцептом тратти.

Тому переказний вексель має форму наказу трасанту платнику (який після акцепту стає акцептантом) здійснити платіж за векселем.

Усіх учасників векселя пов'язують певні правовідносини, предметом яких є, в кінцевому підсумку, оплата вексельної суми.

Трасант, підписуючи вексель і видаючи його ремітенту, бере на себе перед ремітентом, а також і перед наступним держателем векселя (якщо вексель буде мати подальший обіг) відповідальність за його оплату. Але трасант не є основним боржником за векселем. Його відповідальність має вторинний характер, тому що вона настає тільки у випадку несплати векселя платником.

Ремітенту (або наступному держателю векселя) належить право вимагати платіж за векселем у трасанта у випадку відмови платника від акцепту або сплати векселя. Але це право може бути реалізоване тільки при дотриманні ремітентом (держателем) таких умов: своєчасного пред'явлення векселя до акцепту або платежу та здійснення протесту в неакцепті або неплатежі. Але якщо трасант зробить у векселі відмітку «без протесту» або «без витрат», то дотримання перелічених умов для пред'явлення вимоги про платіж до трасанта не обов'язкове.

Зобов'язання трасанта перед ремітентом (і наступним держателем) підтверджується підписом трасанта на векселі і через це має вексельний характер. Разом з тим, трасант і ремітент пов'язані також відносинами тієї угоди, яка була передумовою видачі векселя. Ці правовідносини між ними регулюються нормами цивільного права про зобов'язання, що випливають із договорів. Тобто, видача векселя, створюючи нові вексельні відносини між трасантом і ремітентом, не зупиняє правовідносин, які існують між ними за основною угодою. Внаслідок цього ремітент, що втратив з будь-якої причини право вимоги до трасанта із векселя, може пред'явити останньому позов із основної угоди, а трасант має право заявити проти вимоги ремітента за векселем заперечення із цієї ж утвореної між ними угоди.

Але трасант не тільки несе зобов'язання за векселем, але й має також право прямого позову, заснованого на векселі, проти акцептанта, що не сплатив вексель. Такий позов можливий у випадку, коли сам трасант одночасно є і ремітентом (тобто коли вексель виписаний за власним наказом трасанта), а також у випадку, коли трасант оплачує вексель у порядку зверненої до нього регресної вимоги держателя векселя.

Платник, що не акцептував вексель, не є відповідальною за векселем особою, тому що він не поставив на векселі свій підпис, який тільки й може означати вексельну відповідальність. Але акцепт не є обов'язковою дією для того, щоб платник здійснив оплату виставленого на нього векселя. Тому ремітент (або інший держатель) має право надати вексель платнику у належний строк для оплати. Платіж, здійснений платником за таким векселем, буде мати визвольний характер, тобто визволить платника від його зобов'язання за основним договором з трасантом, а також звільнить трасанта від його відповідальності перед ремітентом (або іншим держателем) за векселем; з оплатою векселя платником вексель гаситься. Якщо платник відмовиться від оплати векселя, він може нести відповідальність тільки

перед трасантом, але відповідальність не вексельну, а таку, що виникає із укладеної між ними угоди, за якою і був виставлений вексель.

Акцептант — це платник, що акцептував виставлений на нього переказний вексель. Завдяки акцепту платник стає головним боржником за векселем. Таким чином, акцепт є письмовим зобов'язанням на векселі платника сплатити його держателю в строк. З того моменту, як акцептант повернув акцептований ним вексель, його зобов'язання за векселем стає безвідкличним (навіть якщо він згодом і закреслив свій акцепт).

Акцепт здійснюється як напис на лицьовій стороні векселя. Акцепт повинен бути простим і нічим не зумовленим, але може бути як повним (на всю суму векселя), так і частковим (на частину суми векселя).

У разі відмови (повної або часткової) в акцепті векселедержатель повинен опротестувати вексель в неакцепті. В цьому випадку в його держателя з'являється право оплати в порядку регресу, тобто зворотної вимоги до попередніх зобов'язаних за векселем осіб.

Можливість передачі векселя за допомогою індосаменту поширила межі його застосування, перетворивши вексель із знаряддя переказування коштів у засіб платежу і далі — в товар, що купується з метою здійснення ним платежу.

Через оборотність векселів ця якість визначається за будь-яким векселем, навіть виданим без застереження про наказ. У зв'язку з цим вираз «або наказу» не є обов'язковим реквізитом, тому що і за відсутності такого застереження вексель може передаватися по індосаменту. Навпаки, лише включення у вексель спеціального застереження «не наказу» або рівнозначного до нього може позбавити вексель властивості оборотності. Право позбавити вексель цієї здатності належить тільки векседавцю. Якщо вексель виданий у формі оборотного документа, він продовжує залишатися таким до кінця, тобто до його погашення. Ніякі застереження на векселі, що обмежують його передавання (передачу), зроблені після видачі векселя, або позавексельна угода сторін не можуть порушити оборотності векселя. А застереження «не наказу», що зроблене індосантом, не виключає можливості подальшого індосування векселя, а лише знімає відповідальність з такого індосанта перед наступним його утримувачем.

Векселі з застереженням «не наказу», яке зроблене векседавцем, можуть бути передані у власність або передані ремітентом іншій особі, новому кредитуру, але лише з дотриманням форми і з наслідками загальноцивільного договору про передачу вимоги так, як може бути передане право вимоги за звичайним цивільним зобов'язанням. За договором *цесі* право вимоги переходить до нового кредитора саме у тому стані, в якому воно було у першого кредитора, зі всіма характерними для нього перевагами і недоліками. Відбувається лише зміна осіб у зобов'язанні. Місце першого кредитора займає нова особа, яка має ті ж права, що і її попередник, у зв'язку з чим боржник може висувати вимоги проти нового кредитора всі заперечення, які він мав проти першого кредитора на момент передачі вимоги. Перший кредитор несе відповідальність перед новим кредитором лише за дійсність переданої вимоги, але він не відповідає за виконання боржником своїх зобов'язань.

Крім того, за допомогою *цесі* передаються векселі після протесту у неплатежі або після закінчення строку, встановленого для здійснення протесту.

Передача векселів по індосаменту суттєвим чином відрізняється від передачі за договором цесії за змістом, правовими наслідками і формою:

- в результаті здійснення індосаменту індосант бере на себе відповідальність перед будь-яким наступним векселедержателем (якщо в текст передавального напису не включене спеціальне застереження); при цесії той, хто поступається своїми правами відповідає тільки перед своїм спадкоємцем і лише за їх дійсність, але не за здійсненність;

- індосамент являє собою односторонню угоду, яка укладається тим, хто поступається своїми правами за векселем; цесія ж є двостороннім договором між тим, хто поступається, і тим, хто придбає права;

- вексельне законодавство допускає здійснення бланкового або пред'явницького індосаменту; цесія ж може бути тільки іменною;

- індосамент передбачає повну і безумовну передачу прав за векселем; при цесії передача прав може бути здійснена при умові чи частково.

Вручення векселя новому кредитору (*індосату*) є також необхідним і важливим елементом процесу передачі векселя по індосаменту. Індосатор для реалізації своїх прав, які визначені векселем, повинен мати сам цінний папір, тобто стати векселедержателем. Передача векселя у власність нового кредитора тільки тоді може вважатися завершеною, коли після індосаменту вексель реально переходить до рук нового кредитора або знаходиться в його розпорядженні. Тобто вручення векселя є тим юридичним фактом, який визначає момент виникнення у індосата права власності на вексель. Тому до вручення векселя передавальний напис, що зроблений індосантом, вважається відзивним і може бути ним анульований, а будь-який закреслений індосамент вважається ненаписаним.

Таблиця № 6.10.

Відмінність між індосаментом і цесією

	ІНДОСАМЕНТ	ЦЕСІЯ
ВІДПОВІДАЛЬНІСТЬ	індосант бере на себе відповідальність перед всяким кожним векселедержателем (якщо в текст передавального напису не включене спеціальне застереження)	при цесії той, хто поступається своїми правами, відповідає тільки перед своїм наступником та лише за їх дійсність, але не здійсненність
ВІДМІННОСТІ У ЗАКОНОДАВСТВІ	допускає здійснення бланкового або індосаменту на пред'явника	цесія може бути тільки іменною
ПРАВА, ЩО ПЕРЕДАЮТЬСЯ	передбачає повну та нічим не зумовлену передачу прав за векселем	передача прав може бути здійснена під умову або частково
СТОРОНИ УГОДИ	являє собою односторонню угоду, що здійснюється тим, хто поступається своїми правами за векселем	є двосторонньою угодою між тим, хто поступається правами, і тим, хто набуває прав
ПОРЯДОК ОФОРМЛЕННЯ	повинен здійснюватися на бланку векселя або на додатковому аркуші - алонжі	здійснюється як на самому документі, так і як окремий договір

Щоб індосамент міг виконати свою функцію, необхідно, перш за все, щоб індосаменти, які проставлені на векселі, являли собою неперервний ряд, низку,

тому що тільки із неперервного ряду індосаментів можливо відслідкувати перехід прав від однієї особи до іншої. Цей ряд починається індосаментом ремітента (або трасанту) і далі продовжується індосаменентами наступних держателів. Для неперервності ряду індосаментів достатньо наявності зовнішньої totoжності між підписом індосанта та ім'ям попереднього держателя. При цьому навіть фальшивий або неуповноважений індосамент вважається цілком дійсним і не перериває низку.

Індосамент повинен бути здійснений у письмовій формі, ніякі усні угоди про передачу прав за векселем не вважаються індосаментом. Індосамент повинен бути простим і нічим не обумовленим. Усяке обмеження його умов вважається ненаписаним. Частковий індосамент, тобто передача тільки частини суми векселя, не допускається.

Держатель, який отримав вексель по бланковому індосаменту, має можливість:

- заповнити цей бланк на своє ім'ям або на ім'я якої-небудь іншої особи, перетворивши тим самим бланковий індосамент в іменний;
- не заповнюючи бланкового індосаменту, в свою чергу, індосувати вексель за допомогою повного або бланкового передавального напису;
- передати вексель іншій особі, не заповнюючи бланка і не здійснюючи індосаменту, тобто простим врученням документа.

Коло осіб, яким може передаватися вексель, не обмежене. Вексель може бути індосований навіть на користь трасанту або платника, а вони, у свою чергу, можуть індосувати вексель далі.

На практиці з забезпечувальною метою, тобто коли векседавець відповідно до специфіки угоди не має наміру випускати свої векселі на ринок, можуть виставлятися необоротні векселі, які можуть передаватися тільки за нормами цивільного права в загальному порядку передачі прав за борговими вимогами (цесії). Зазвичай ця операція здійснюється завдяки напису на зворотній стороні векселя, наприклад: «Всі права за цим векселем передаються Укрінбанку».

Наступним видом індосаменту є *передоручувальний*. У цьому випадку індосамент може містити ряд застережень, наприклад: «на інкасо», «як довіреному», «валюта до отримання», які мають на увазі просте доручення провести операції за векселем (інкасування коштів, здійснення протесту і т.д. — в цьому випадку векселедержатель, вказаний в індосаменті, не розглядається як власник векселя, ним залишається індосант), «валюта під заставу», «валюта під забезпечення», які мають на увазі заставу векселя. Індосант у цих випадках може індосувати вексель наступній особі тільки у порядку передоручительства, тобто з аналогічними застереженнями.

Крім того, відрізняють безоборотний індосамент, який здійснюється із застереженням «без обороту на мене» і знімає відповідальність із векседавця за несплаченим і опротестованим у неплатежі векселем. Така особа вибуває із ряду попередніх і наступних осіб, які несуть солідарну відповідальність за векселем у результаті здійснення неперервного ряду передавальних написів.

Основними функціями індосаменту є передавальна, гарантійна та легітимаційна.

Передавальна функція полягає в тому, що за допомогою індосаменту всі права, що впливають із векселя, переносяться від однієї особи (індосанта) на нового кредитора (індосатора). Оскільки всі права за векселем пов'язані з володінням документом, індосамент повинен бути доповнений врученням. У результаті індосу-

вання векселя з'являється новий власник векселя – його держатель. Він отримує право вимагати від платника-акцептанта зазначену у векселі суму грошей у встановлений термін, право вимоги щодо попереднього кредитора і будь-якої іншої особи, яка поставила на векселі свій підпис, у випадку несплати або неакцепту векселя платником (право на регресні вимоги), а також право передати вексель іншій особі. Індосатор не замінює собою попереднього держателя, а є самостійним вексельним кредитором. Його право вимоги до вексельного боржника незалежне від прав його попередників і ґрунтується виключно на володінні векселем та здійсненому індосаменті. Здійснення індосаменту не завжди пов'язане з передачею права власності на вексель. Індосамент може мати тільки передоручительний характер або здійснюватися з метою застави векселя. У цьому випадку до держателя не переходить право власності на вексель. Він має право здійснювати всі дії з метою отримання платежу за векселем і примусового стягнення, але передати вексель далі він може тільки в порядку передоручительства. Відмінність передоручительного індосаменту від заставного полягає в тому, що держатель за передоручительним індосаментом отримує суму векселя для свого індосанта, а держатель за заставним векселем має право спрямувати отриману суму або її частину на погашення виданого ним індосанту кредиту, що забезпечений заставою векселя. Гарантійна функція індосаменту полягає в тому, що після передачі векселя індосант сам стає перед індосатором вексельним боржником, який відповідає згідно з законом за акцепт і платіж за векселем. Індосант гарантує новому держателю, що платник належним чином акцептує і сплатить вексель, а якщо він цього не зробить, то індосант сам оплатить вексель. Тобто, індосамент створює в особі індосанту нового вексельного боржника. Усі індосанти разом з трасантом є солідарними гарантами перед держателем, у зв'язку з чим у міру збільшення кількості індосаментів зростає і коло осіб, пов'язаних солідарною відповідальністю за векселем, і тим самим підвищується цінність векселя. Але на відміну від трасанту, який є головним гарантом платежу за векселем, індосант може звільнитися не тільки від відповідальності за акцепт, але також і від відповідальності за платіж шляхом включення до свого індосаменту застереження «без звороту», «без гарантії» або подібної відмітки. Відповідальність індосанту як боржника другого порядку настає у випадку зверненої до нього регресної вимоги, для якої необхідне здійснення протесту в неакцепті або неплатежі. Індосант може звільнити держателя від необхідності здійснення протесту шляхом застереження на векселі «без витрат», «без протесту», але застереження діє тільки по відношенню до цього індосанту і не пов'язує інші сторони за векселем.

Важливе значення має легітимізаційна функція індосаменту. Законність прав вексельного кредитора ґрунтується на послідовності ряду передавальних написів.

Ряд індосаментів, для того, щоб вважатися послідовним та безперервним, має розпочинатися з підпису ремітента (першого векселедержателя) чи векседавця, якщо переказний вексель виставлено його власному наказу. Наступні індосаменти кожного разу мають підписуватися іменем тієї особи, яка була вказана в попередньому індосаменті. Після бланкового індосаменту кожна особа, що володіє векселем, може індосувати його своїм підписом, не порушуючи при цьому послідовності індосаментів, оскільки в цьому випадку вважається, що векселедержатель придбав вексель на підставі бланкового передавального напису.

Кожний наступний передавальний напис, як правило, здійснюється під попереднім, але безперервність ряду індосаментів може бути встановлена й за датами індосаментів. У будь-якому випадку послідовність ряду індосаментів визначається виключно за зовнішніми формальними ознаками. Необхідна лише зовнішня тотожність між підписом індосанту та найменуванням особи, вказаної у попередньому індосаменті.

Письмовою згодою платника на оплату векселя є акцепт.

Цією дією платник (трасат) приймає на себе зобов'язання сплатити вексель у встановлений строк. Акцепт ставиться в лівій частині лицьової сторони векселя і виражається словом: «Акцептований» або іншими подібними за змістом словами: «Прийнятий», «Заплачу», «Згоден», «Зобов'язуюсь заплатити» і под. Для дійсності акцепту він обов'язково повинен бути підписаний платником. Простий підпис платника також означає акцепт векселя.

Ініціатива пред'явлення векселя до акцепту завжди надходить від векселедержателя, але саме пред'явлення до акцепту може бути здійснене будь-якою особою, в якій знаходиться вексель (наприклад, банком).

Пред'явлення векселя до акцепту може бути проведене у будь-який час, починаючи з дня його видачі і закінчуючи моментом настання платежу, вексель може бути пред'явлений до акцепту і акцептований навіть після настання строку платежу, і боржник відповідає за ним так, як і у випадку прийняття векселя до строку. У випадках, коли вексель підлягає оплаті «у такий час від пред'явлення» або через зазначення векселедавця чи індосантів повинен бути пред'явлений до акцепту у визначений строк, обов'язковим є датування акцепту. За відсутності дати акцепту векселедержатель має посвідчити цей недолік своєчасним здійсненням протесту, щоб зберегти свої права проти індосантів і проти векселедавця. В інших випадках акцепту ставити дату не обов'язково.

Боржник не має права вимагати залишити у себе вексель для акцепту, але має право вимагати пред'явити йому вексель повторно, наступного дня після першого пред'явлення. Якщо після цього строку не буде прийняття, то вексель вважається неприйнятим.

Акцепт повинен бути простим і нічим не обумовленим, але він може бути частковим, тобто боржник згоден сплатити тільки частину суми. Наприклад, вексель у сумі 10 тисяч гривень може бути частково акцептований наступним записом: «Акцептований у сумі 5 тис. грн.». Платник у цьому випадку відповідає за оплату в строк лише суми, зазначеної ним в акцепті, а держатель має право після здійснення протесту в частковому неакцепті пред'явити регресні вимоги до векселедавця та інших відповідальних осіб про дострокову оплату неакцептованої вексельної суми. Усяке інше застереження в акцепті рівнозначне відмові в ньому. Але акцептант відповідає згідно зі змістом свого акцепту. Наприклад, якщо платник в акцепті вказує «Акцептований, але платіж 14 травня 1999 р.», тим часом як строк платежу був зазначений на векселі 3 травня 1999 р., то таке застереження рівнозначне відмові в акцепті векселя з первісним текстом. У цьому випадку векселедержатель може опротестувати вексель у неакцепті і пред'явити регресні вимоги векселедавцю чи індосантам або при настанні строку (14 травня) пред'явити вексель до платежу акцептанту, який несе відповідальність за платіж саме згідно зі змістом свого акцепту.

До повернення векселя держателю платник може закреслити напис про свій акцепт. У цьому випадку вважається, що в акцепті було відмовлено. Але якщо вексель після акцепту був переданий векседавцю, то боржник вже не має права вимагати анулювання свого акцепту. Акцепт має безвідзивний характер. Крім того, якщо платник письмово повідомив про свій акцепт векселедержателя або будь-кому з індосантів, а після цього закреслив свій акцепт і повернув вексель, він буде залишатися зобов'язаною особою згідно з умовами свого акцепту.

Таким чином, за допомогою акцепту акцептант стає головним вексельним боржником. У випадку неплатежу, держатель векселя, навіть якщо він є векседавцем, має проти акцептанта прями́й позов, що ґрунтується на акцептованому векселі, і акцептант, на відміну від векседавця та індосантів, відповідає за оплату векселя незалежно від своєчасності пред'явлення векселя до платежу.

Платіж за векселем може бути забезпечений повністю або у частині вексельної суми за допомогою аваль — вексельного поручительства. Виступати в ролі вексельного поручителя може третя особа або одна із осіб, що підписала вексель (індосант, векседавець і навіть акцептант). Аваль дається на лицьовій стороні векселя або на додатковому аркуші (алонжі) і виражається словами: «вважати за аваль», «як поручитель», «як гарант» або іншою аналогічною фразою і обов'язково підписується авалістом — юридичною особою (двома уповноваженими особами: керівником та головним бухгалтером, чиї підписи скріплюються печаткою).

Аваль дається за будь-яку відповідальну за векселем особу, тому аваліст повинен вказати, за кого він дає поручительство. За відсутності такої вказівки аваль вважається виданим за векседавця. Не допускається авальювання векселя за особою, яка не несе відповідальності за векселем, наприклад, за індосанта, що поставив застереження «без звороту на мене», або за платника, що не акцептував вексель. Відповідно, аваль, здійснений після закінчення строку протесту за особою, яка внаслідок цього пропущення звільняється від відповідальності, також недійсний. Хоча строки авальювання векселя не встановлені — аваль може бути даний до і після закінчення строку платежу і навіть після здійснення акту протесту.

Аваль, який не містить ніяких додаткових обмежень, гарантує виконання зобов'язань відповідальною особою в повному обсязі. Але вексельне поручительство може обмежуватися частиною суми, тобто аваліст відповідає згідно зі змістом авалю.

Аваліст і особа, за яку він поручається, несуть солідарну відповідальність. Оплативши вексель, аваліст придбає право зворотної вимоги до того, за кого він видав поручительство, а також до тих, хто зобов'язаний перед цією особою. Але в цьому випадку діють загальні правила регресу, тобто аваліст може пред'являти вимоги тільки до попередніх боржників, але не до наступних. Крім того, аваліст несе перед векселедержателем солідарну відповідальність разом з іншими особами, що поставили на векселі свої підписи. Тобто векселедержатель має право пред'явити йому позов незалежно від пред'явлення позову іншим зобов'язаним за векселем особам.

Аваліст звільняється від відповідальності, коли перестає нести відповідальність за векселем основний боржник, наприклад, у випадку закінчення строку позовної давності.

На відміну від норм цивільного права, згідно з якими недійсність основного зобов'язання тягне недійсність забезпечуючого його зобов'язання, аваліст відповідає за оплату векселя, навіть якщо зобов'язання, яке він гарантував, виявиться недійсним.

Нормальний процес обігу векселя завершується його оплатою у встановлений строк головним вексельним боржником — акцептантом. Необхідною передумовою виконання вексельного зобов'язання є пред'явлення документу для оплати боржнику. Пред'явлення має відбутися у місці, зазначеному у векселі як місце платежу, а за відсутності такого зазначення — у місці знаходження платника.

Держатель переказного векселя строком на визначену дату або в такий-то час від складання або пред'явлення має пред'явити переказний вексель до платежу або в день, коли він повинен бути оплачений, або в один з двох наступних робочих днів.

При визначенні строку погашення векселя не враховується день, в який він виписаний, і якщо дата платежу припадає на неробочий день, то вексель сплачується наступного робочого дня.

Боржник, перш ніж оплатити вексель, зобов'язаний переконатися в тому, що цей вексель пред'явлений йому для оплати законним держателем. Для цього він повинен перевірити послідовність ряду індосаментів і тим самим підтвердити власника векселя як законного держателя. При цьому в обов'язки платника не входить перевірка справжності підписів індосантів.

Платіж за векселем має відбутися відразу після пред'явлення. Відстрочування платежу можливе тільки при виникненні обставин непереборної сили, наявність яких повинна бути підтверджена компетентними органами.

Звільняється від зобов'язання за векселем особа, що сплатила вексель у строк, а разом з нею і всі особи, що поставили на векселі свої підписи. Оскільки платіж за векселем здійснений проти його вручення, наявність векселя у платника є фактом, що підтверджує його повну оплату і погашення.

Пред'явлення векселя до строку не зобов'язує боржника сплачувати його, хоч він може сплатити його. З другого боку, векселедержателя не можна змусити прийняти платіж до закінчення строку векселя.

Перенесення строку платежу за векселем (продлонгація) не допускається.

Боржник може сплатити тільки частину своїх зобов'язань, і пред'явник векселя зобов'язаний прийняти цю суму. У такому випадку на векселі робиться відмітка про платіж на суму, що залишилася, і векселедержатель може здійснити протест і пред'явити позов до будь-якої зобов'язаної особи в розмірі несплаченої суми.

Вексель може бути не прийнятий до платежу або акцепту у випадку неспроможності платника або якщо за вказаною адресою неможливо відшукати платника.

Під вексельним протестом розуміють офіційно засвідчену вимогу платежу та його неoderжання. Існують такі види протесту:

- протест переказного векселя в неакцепті або недатуванні акцепту. Мета протесту — створення умов для дострокового задоволення вимог кредитора;
- протест в несплаті векселя як простого, так і переказного. Юридична мета протесту — збереження прав зворотних вимог (регресу) до зобов'язаних за векселем осіб — трасанту, індосантів та їх гарантів (авалістів). Однак протест не є необх-

ідним для збереження держателем права регресу проти акцептанта переказного векселя, які несуть вексельну відповідальність як головні боржники протягом усього строку позовної давності.

Здійснення протесту в несплаті не потрібне, якщо вексель був раніше опротестований в неакцепті, а також в разі оголошення неспроможності платника, незалежно від того, акцептував він вексель чи ні, та трасанту по векселю, який не підлягає акцепту.

Трасант, індосант або аваліст можуть шляхом включення у вексель підписаного ними застереження («без витрат» або «без протесту») звільнити держателя від здійснення протесту для одержання права регресу. Причому, якщо це застереження включене трасантом, воно має силу відносно всіх сторін, які підписали вексель, якщо ж воно включене індосантом або авалістом, то воно діє лише відносно його самого.

Отже, для виникнення права регресу необхідно, щоб факт відмови платника від акцепту або платежу був засвідчений офіційним актом – протестом, який здійснюється державним нотаріусом. Строки здійснення протесту:

· У неакцепті. Якщо пред'явлений вексель не буде акцептований у двадцять чотири години або вексель буде прийнятий не в повній сумі, то векселедержатель може здійснити протест у неприйнятті, внаслідок чого одержує право на дострокове його задоволення. Протест в неакцепті повинен бути здійснений у строки, встановлені для пред'явлення до акцепту, тобто протягом одного року від дня видачі векселя. Векселедавець може скоротити або збільшити цей строк, індосанти можуть скоротити його, тоді вексель може бути прийнятим до опротестування в неакцепті протягом цих строків, але не пізніше 12 годин наступного за цим строком дня.

· У несплаті. Для векселя строком на визначений день або в такий-то час від складання, або пред'явлення протест повинен бути здійснений в один з двох робочих днів, наступних за днем, в який вексель підлягає оплаті; для векселя строком за пред'явленням – протягом строку, встановленого для пред'явлення до акцепту, або наступного дня, якщо пред'явлення було здійснено в останній день цього строку.

Якщо не здійснена сплата за векселем, векселедержатель повинен передати вексель наступного дня нотаріусу (судовому виконавцю) для опротестування за місцем знаходження платника або за місцем платежу. Якщо строк платежу або строк відправки векселя припадає на встановлені законом дні відпочинку, ці строки переносяться. В цей же день нотаріус пред'являє платнику вимогу про оплату або акцепт векселя. Якщо після цього відбувається платіж, нотаріус, не здійснюючи протесту, повертає платнику вексель з відміткою про оплату. Якщо платник зробив відмітку про акцепт на переказному векселі, він також повертається до векселедержателя без протесту. Якщо до 12 годин наступного дня не одержано підтвердження про здійснення оплати за векселем, нотаріус у цей же день опротестовує вексель шляхом запису про це в реєстрі та відмітки на векселі. Оформляється протест актом. Опротестований вексель з написом про протест та актом повертається від нотаріуса (судового виконавця) до векселедержателя.

Протест в неакцепті здійснюється проти векселедавця. Протест у несплаті за простим векселем – проти векселедавця, за переказним – проти акцептанта.

Крім здійснення протесту, держатель повинен повідомити індосанту та трасанту про відмову в акцепті або оплаті протягом наступних за днем протесту чотирьох робочих днів. Недотримання цього правила не звільняє гарантів від відповідальності за векселем, але накладає на держателя відповідальність за збитки, яких може зазнати відповідальна особа, в розмірі, що не перевищує суму векселя.

Якщо протест здійснений своєчасно, то виникають такі наслідки:

- судові органи мають право виносити рішення по позовах, заснованих на опротестованих векселях;
- настає відповідальність за простим векселем – написателів, а за переказним – написателів та трасанту (векселедавця).

Всі ці особи, за винятком індосантів, які помістили перед своїм підписом застереження «без обороту на мене», є солідарно відповідальними перед векселедержателем. Він має право пред'явити позов до всіх зобов'язаних за векселем осіб (право регресу) або до одного з них, не звертаючи уваги на послідовність підписів цих осіб на векселі. Особа, що сплатила за векселем, звертається з вимогою до інших та, одержавши необхідну суму, передає тій особі, що сплатила опротестований вексель.

Таким чином, своєчасне опротестування векселя в разі відмови в акцепті або оплаті є умовою початку відповідальності трасанту, індосантів та авалістів. Акцептант та векселедавець простого векселя як головні боржники за векселем є відповідальними протягом усього строку позовної давності.

Векселедавець може вимагати з того, до кого він пред'явив позов:

- суму векселя, не акцептовану і не сплачену, з відсотками, якщо вони були обумовлені;
- відсотки від дня строку платежу;
- збитки за протестом, здійсненню повідомлення, а також інші збитки;
- пеню від дня строку платежу.

У разі закінчення строків, встановлених для здійснення протесту в неакцепті або несплаті, векселедержатель втрачає свої права проти індосантів, векселедавця та інших зобов'язаних осіб, за винятком акцептанта. Векселедержатель, який не одержав платіж, має право на стягнення у судовому порядку належної йому суми.

Право на пред'явлення позовів обмежується визначеним строком, який має назву вексельна давність (тобто в межах строків позовної давності). Для позовних вимог проти акцептанта та векселедавця простого векселя встановлений трирічний строк давності. Держатель може виставити позов проти індосантів, трасанту та їх гарантам протягом одного року з дня протесту або з дня строку платежів за векселем, що не підлягає протесту, а кожний індосант – проти іншого індосанту і трасанту протягом 6 місяців з дня, в який індосант сплатив вексель, або з дня пред'явлення до нього позову.

Безготівкові розрахунки в господарському обороті України регулюються інструкцією Національного банку, яка розроблена згідно із Законом України «Про банки і банківську діяльність», іншими законодавчими актами України та нормативними актами Національного банку України. Інструкція визначає загальні принципи організації безготівкових розрахунків у національній валюті України, їх форми, стандарти документів і порядок їх обігу, що впроваджуються в господарський оборот України.

Юридичні особи, їх філії, відділення, фізичні особи – суб'єкти підприємницької діяльності відкривають поточні рахунки, інші рахунки для зберігання грошових коштів і здійснення всіх видів банківських операцій у будь-яких банках України за своїм вибором і за згодою цих банків. Якщо підприємство відкриває більше одного рахунку, один з цих рахунків визначається як основний. Безготівкові розрахунки між підприємствами, фізичними особами здійснюються через банки шляхом перерахування коштів з поточних рахунків платників на поточні рахунки одержувачів коштів.

Банки приймають доручення підприємств на перерахування коштів до виконання тільки в межах наявних коштів на їх рахунках і тільки за розпорядженнями їх власників, крім випадків, у яких безспірне списання коштів передбачене законами України. У разі відсутності коштів на основному рахунку підприємства банки приймають до виконання доручення на перерахування з основних рахунків підприємств до бюджетів та державних цільових фондів сум податків і зборів, неподаткових платежів, пені, штрафів та інших санкцій, передбачених законодавством і застосованих у встановленому порядку за несвоєчасну оплату цих платежів, які приймаються банками незалежно від наявності коштів на цих рахунках.

Банк на договірній основі здійснює розрахунково-касове обслуговування своїх клієнтів і виконує їх розпорядження щодо перерахування коштів з рахунків.

Безготівкові розрахунки здійснюються за такими формами розрахункових документів:

- платіжними дорученнями;
- платіжними вимогами-дорученнями;
- чеками;
- акредитивами;
- векселями;
- платіжними вимогами;
- інкасовими дорученнями (розпорядженнями).

Платіжне доручення – документ, який являє собою письмово оформлене доручення клієнта банку, що його обслуговує, на перерахування певної суми коштів зі свого рахунку.

Доручення приймаються до виконання банками протягом десяти календарних днів з дня виписки. День заповнення доручення не враховується.

Якщо на основному рахунку платника кошти відсутні, він зобов'язаний протягом трьох робочих днів перерахувати залишки коштів з інших поточних рахунків на основний рахунок для забезпечення погашення заборгованості або погасити її безпосередньо з додаткового рахунка.

Доручення застосовуються в розрахунках за платежами товарного і нетоварного характеру.

Розрахунки дорученнями можуть здійснюватися:

- за фактично відвантаженою продукцією (виконані роботи, надані послуги) в порядку попередньої оплати;
- для завершення розрахунків за актами перевірки взаємної заборгованості підприємств;
- для перерахування підприємствами сум, які належать фізичним особам (заробітна плата, пенсії, грошові доходи колгоспників тощо) на їх рахунки, відкриті в установах банків;
- в інших випадках за згодою сторін.

Попередня оплата здійснюється підприємствами у разі, якщо це зазначене в договорі або встановлене окремими указами Президента України та рішеннями уряду (за хлібопродукти, воду, електро – та теплову енергію, за користування телефоном і за поштово-телеграфні послуги, за перевезення товарів для розрахунків із залізницями, пароплавствами, автотранспортними підприємствами).

Форми чеків та їх обіг регламентуються національним законодавством і нормами міжнародного права. Країни СНД як джерела чекового права використовують Постанову ЦВК СРСР «Положення про чеки» від 6 листопада 1929 року, а також норми Женевської конвенції, яка встановила «Єдиний закон про чеки».

Чеки застосовуються для здійснення розрахунків у безготівковій формі між юридичними особами, а також фізичними та юридичними особами з метою скорочення розрахунків готівкою за отримані товари, виконані роботи та надані послуги. Застосування чека в платіжному обороті значною мірою спрощує розрахунки, що дозволяє зменшувати витрати з обігу дійсних грошей і прискорювати розрахунки, оскільки усі чеки оплачуються після пред'явлення.

Як засіб обігу і розрахунку чек виникає із функції грошей як платіжного засобу, але не є дійсними грошима, а тільки заступає їх у платіжному обороті. Обіг чека як засобу платежу обмежений, тому що, по-перше, чек – це грошове зобов'язання особистого порядку і не може використовуватися як загальний засіб платежу. По-друге, чек виступає лише як письмовий дозвіл банку розпоряджатися засобами на поточному рахунку чекодавця у банку і не може бути засобом кредиту, тобто на суму чека не нараховують проценти, хоча він і виконує роль кредитних грошей.

Розрахунковий чек – це документ, що містить письмове обов'язкове розпорядження власника рахунка (чекодавця) установі банку (банку-емітенту), яка веде його рахунок, сплатити чекодержателю зазначену в чеку суму коштів.

Чекодавець – юридична або фізична особа, яка здійснює платіж за допомогою чека та підписує його.

Чекодержатель – підприємство, яке є отримувачем коштів за чеком.

Банк-емітент – банк, що видає чекову книжку (розрахунковий чек) підприємству або фізичній особі.

Чекові книжки (розрахункові чеки) виготовляються на спеціальному папері на банкнотній фабриці Національного банку України.

Чекові книжки брошуруються по 10, 20 та 25 аркушів.

Розрахункові чеки, які використовуються фізичними особами при здійсненні разових операцій, виготовляються окремими бланками. Вони обліковуються, ведуться окремо від чекових книжок.

Банк-емітент без видачі чекової книжки може видати на ім'я чекодавця (фізичної особи) один або кілька розрахункових чеків на суму, що не перевищує залишок коштів на рахунку чекодавця, або на суму, що внесена готівкою.

Строк дії чекової книжки – один рік, розрахункового чека, який видається для разового розрахунку фізичній особі, – три місяці.

За погодженням з установою банку строк дії невикористаної чекової книжки може бути продовжений.

Чек включає:

- назву «розрахунковий чек»;

- назву (для фізичних осіб – прізвище, ім'я, по батькові чекодавця, дані його паспорта або документа, що його замінює) власника чекової книжки (далі – чекодавця) та номер його рахунка;
- назву банку-емітента і його номер МФО;
- ідентифікаційні коди чекодавця та чекодержателя за Єдиним державним реєстром підприємств та організацій України, у фізичних осіб – ідентифікаційні номери у разі їх присвоєння державною податковою адміністрацією;
- назву чекодержателя;
- доручення чекодавця банку-емітенту сплатити конкретну суму, що зазначена цифрами та літерами;
- призначення платежу;
- число, місяць та рік складання чека, місце складання чека;
- підписи чекодавця та відбиток печатки.

Чек, на якому відсутній будь-який із зазначених реквізитів, вважається недійсним і повертається банку чекодавця без виконання.

Чек із чекової книжки пред'являється до оплати в банк чекодержателя протягом десяти календарних днів (день виписування чека не враховується).

Обмін чека на готівку і отримання здачі із суми чека готівкою юридичними особами не дозволяється. У разі розрахунків фізичних осіб з підприємствами торгівлі та послуг розрахунковим чеком дозволяється отримання чекодавцем здачі із суми чека готівкою, але не більше двадцяти відсотків від суми чека. Якщо сума здачі більша, ніж двадцять відсотків від суми чека, чекодавець має звернутися до установи відповідного банку для переоформлення чека. Невикористаний розрахунковий чек його власник може повернути до банку, що його видав, для зарахування суми на свій рахунок або обміняти чек на готівку.

Згідно з «Єдиним законом про чеки» чек може передаватися однією особою іншій шляхом внесення до нього передавального напису – **індосаменту**. Індосамент здійснюється на звороті чека і підписується особою, яка зробила цей напис. Той, хто підписався під передавальним написом, називається **індосантом**. Передавальний напис повинен бути простий та нічим не обумовлений. Він засвідчує передачу прав за чеком іншій особі, а також визначає відповідальність індосанта перед усіма наступними держателями чеку.

Умови передачі чека від однієї особи іншій визначають вид чека та характер його використання в обігу як засобу платежу.

Розрізняють наступні види чеків:

- **іменний**, або чек, який виписаний на користь відповідної особи. Такий документ не може бути переданий за допомогою зазвичайго індосаменту. Передача здійснюється цесією, тобто шляхом здійснення передавального напису з поміткою «Не наказу», який завірений нотаріально. При здійсненні передачі шляхом цесії його власник набуває тільки ті права, які мав попередній чекодержатель.

- **ордерний чек**, тобто чек, який виписаний на користь відповідної особи або її наказу. Такий чек передається за допомогою індосаменту з поміткою «Наказу» або без неї. Цей вид чека найбільш широко застосовується в міжнародному розрахунковому обороті.

- **чек на пред'явника** виписується пред'явнику і може бути переданий іншій особі як з індосаментом, так і без нього. Як правило, цей чек виставляється клієнтом на

свій банк. Чекодержатель надсилає його своєму партнеру за кордоном, який при отриманні виставляє його своєму банку для кредитування свого рахунка. Таким чином, за допомогою чека на пред'явника чекодержатель здійснює розрахунок прямо зі своїм партнером, що відбувається швидше, ніж розрахунок шляхом банківського переказу.

Згідно з Женевською конвенцією чек, виставлений без зазначення отримувача, розглядається як чек на пред'явника. Крім того, чеки поділяються на фірмові та банківські.

Банківський чек — це чек, який виписаний банком на свій банк-кореспондент. У тексті таких чеків немає назви фірми-чекодавця, а чекодавцем виступає банк боржника. Оплата за такими чеками здійснюється за рахунок коштів банку чекодавця на його рахунках в банку-кореспонденті за кордоном.

Фірмовий чек — це чек, виписаний фірмою на отримувача. В більшості випадків такі документи виписуються на пред'явника в національній або іноземній валюті і виставляються фірмою на свій банк. Оплата за ними проводиться за рахунок коштів чекодавця.

У випадках, коли при видачі чека не мається на увазі отримання готівки, застосовуються кросовані та розрахункові чеки. Ознака, яка відрізняє кросований чек — дві паралельні лінії, які нанесені по діагоналі на лицевій стороні чека. Це робиться для того, щоб усунути зловживання чеком. Його держатель не може отримати певну суму готівкою. Ця сума зараховується на рахунок чекодержателя в банку, який виступає платником за чеком, або в іншому будь-якому банку. Такий чек можна оплатити тільки банку або іншій кредитній установі. При цьому, якщо між паралельними діагоналями вписується назва банку, то чек може бути сплачений лише цьому банку. Таким чином, кросовані чеки застосовуються для переказування тієї чи іншої суми з одного рахунку на інший. Видача розрахункового чеку теж передбачає переказування грошей з одного рахунку на інший. Але в цьому випадку банк-платник кредитує на суму чека рахунок чекодержателя.

Акредитив, який використовується при розрахунках, незалежно від того, як він названий або позначений, являє собою одностороннє, умовне грошове зобов'язання банку, яке видається ним за дорученням клієнта-наказодателя акредитива на користь його контрагента по контракту — бенефіціанта, за яким банк, відкривши акредитив, має здійснити оплату бенефіціанту або акцептувати тратти бенефіціанта і сплатити за ними у строк, або уповноважує інший банк здійснити такі розрахунки, за умови надання бенефіціантом документів, які передбачені в акредитиві, та при виконанні інших умов акредитива.

Акредитив — це форма розрахунків, при якій банк-емітент за дорученням свого клієнта (заявника акредитива) зобов'язаний:

- виконати платіж третій особі (бенефіціанту) за поставлені товари, виконані роботи та надані послуги;
- надати повноваження іншому (виконуючому) банку здійснити цей платіж.

Заявник акредитива — платник, який звернувся до банку, що його обслуговує, для відкриття акредитива.

Банк-емітент — банк платника, що відкриває акредитив своєму клієнту.

Бенефіціант — юридична особа, на користь якої виставлений акредитив (продавець, виконавець робіт або послуг тощо).

Виконуючий банк – банк бенефіціанта або інший банк, що за дорученням банку-емітента виконує акредитив.

Залежно від характеру акредитивної операції, що покладена банком-емітентом на виконуючий банк, він може виступати зобов'язуючим або банком-платником.

Умови та порядок проведення акредитивної форми розрахунків передбачаються у договорі між бенефіціантом і заявником акредитива.

Банк-емітент може відкривати такі види акредитивів:

- покритий – акредитив, для здійснення платежів, при якому завчасно бронюються кошти платника в повній сумі на окремому рахунку в банку-емітенті або виконуючому банку;

- непокритий – акредитив, оплата за яким, у разі тимчасової відсутності коштів на рахунку платника, гарантується банком-емітентом за рахунок банківського кредиту.

Акредитиви бувають відзивні та безвідзивні. На кожному акредитиві має бути вказано, чи є він відзивним або безвідзивним. У разі відсутності такої вказівки акредитив вважається безвідзивним.

Відзивний акредитив – акредитив, який може бути змінений або анульований банком-емітентом без попереднього погодження з бенефіціантом (наприклад, у разі недотримання умов, передбачених договором, дострокової відмови банку-емітента від гарантування платежів за акредитивом).

Усі розпорядження про зміцнення умов відзивного акредитива заявник може надати бенефіціанту тільки через банк-емітент, який повідомляє виконуючий банк, а останній – бенефіціанта.

Виконуючий банк не має права приймати розпорядження безпосередньо від заявника акредитива.

Виконуючий банк зобов'язаний оплатити документи, які відповідають умовам акредитива, виставлені бенефіціантом і прийняті виконуючим банком до отримання останнім повідомлення про зміну або анулювання акредитива.

Безвідзивний акредитив – акредитив, який може бути змінений або анульований тільки за згодою бенефіціанта, на користь якого він був відкритий. Бенефіціант може достроково відмовитися від використання акредитива, якщо таке передбачене його умовами. Із своїми пропозиціями про зміну умов акредитива бенефіціант має звернутися до заявника акредитива, а заявник, у разі згоди, вносить зміни до акредитива через банк-емітент, який надсилає потрібне повідомлення виконуючому банку.

Акредитиви в іншому (виконуючому) банку за дорученням банку-емітента можуть виконуватися:

- депоновані – списанням коштів з аналітичного рахунку «Розрахунки акредитивами», відкритого у виконуючому банку;

- гарантовані – наданням виконуючому банку права списувати кошти з кореспондентського рахунку банку-емітента, відкритого при встановленні кореспондентських відносин між банками.

Відносини між банком-емітентом і виконуючим банком регулюються кореспондентськими договорами, в яких передбачається розмір комісійних за зобов'язаннями та інші витрати, пов'язані з відкриттям і виконанням акредитива, а також

відповідальність сторін щодо оплати розрахункових документів згідно з умовами акредитива.

Акредитив за своєю природою являє собою угоду, яка відокремлена від контракту купівлі-продажу, і банки ні в якому разі не несуть відповідальності за невиконання умов контракту будь-яким з контрагентів.

Вексель як визначена форма грошового зобов'язання широко застосовується в господарському обороті України. Його застосування як засобу обігу і розрахунку у цій сфері пов'язане з тим, що частина обігу здійснюється за рахунок кредиту.

У багатьох країнах світу обіг векселя регламентується єдиним законом, який був прийнятий Женевською вексельною конвенцією у 1930 році. Через сім років і в колишньому Радянському Союзі було впорядковане вексельне законодавство.

Векселем визнається цінний папір, який засвідчує нічим не обумовлене зобов'язання векселедавця (простий вексель) або іншого вказаного у векселі платника (переказний вексель) виплатити з настанням зазначеного у векселі строку відповідну суму володарю векселя (векселедержателю). Таким чином, вексель є безумовне, абстрактне, суворе формальне зобов'язання або наказ сплатити відповідну суму грошей. Основні учасники вексельних правовідносин – векселедавець, векселедержатель і платник. Залежно від того, хто є платником за векселем – сам векселедержатель чи третя особа – розпізнають два види векселів: простий і переказний. Переказний вексель ще називається «тратта». Вексельне зобов'язання утворюється одностороннім волевиявленням з боку векселедавця. Особливість векселя як цінного паперу полягає в тому, що він є суворо формальним документом. З одного боку, щодо нього діє правило: чого немає у векселі, того не існує, з другого – дефект форми векселя спричиняє його недійсність без попереднього визнання цього факту з боку суду. Ця особливість одержала також назву вексельної суворості. Та недійсність векселя є відносною: недоліки форми векселя забирають від нього тільки «вексельну силу», але не можуть перешкодити розгляду такого векселя як ділового документа іншої ділової природи (наприклад, боргової записки).

Векселі, як і чеки, – невід'ємні елементи грошового обігу. Без них не можливо ефективно здійснювати міжгосподарські розрахунки і вийти з платіжної кризи. Однак функціонування вексельного обігу в Україні пов'язане з певними труднощами. Причини тут різні: брак традиційних навичок у здійсненні розрахунків векселями; ненасиченість ринку відповідною товарною масою; неплатоспроможність та недисциплінованість багатьох господарських організацій.

Зазвичай, поки комерційні банки активно не працюють із векселями, адаптувати вексель до умов чинної системи розрахунків буде важко. Нині операції з векселями поетапно впроваджуються у практику діяльності комерційних банків. Діяльність банку здійснюється за двома основними напрямками:

- проведення класичних банківських операцій з векселями, тобто облік, інкасування, надання авалю, надання кредитів під заставу векселів, продаж векселів, що належать банку;
- оформлення векселями взаємозаборгованості суб'єктів підприємницької діяльності.

Всі операції з векселями можна поділити на дві групи:

- операції, пов'язані з видачею та погашенням векселів, тобто операції з власними векселями, точніше з векселями, за яким підприємство виступає або плат-

ником (векселедателем в простих та трасатом-акцептантом у переказних векселях), або векселедателем-трасантом (у переказних векселях);

· операції, пов'язані з обігом векселів, тобто операції з чужими векселями, а точніше, з векселями, в яких підприємство виступало надписником, яке не брало участі в складанні векселя.

До першої групи операцій відносяться:

· видача простого векселя;

· трасування:

на іншого платника наказу третій особі;

на іншого платника власному наказу;

на самого себе;

· доміциляція векселя;

· оплата векселя.

До другої групи операцій відносяться:

· облікова операція (індосування);

· ломбардна операція (кредит під заставу векселя);

· комісійна операція (інкасування векселів і супроводжуючих їх товарних документів);

· депозитна операція (зберігання та керування векселями);

· акцептна операція (акцептний кредит);

· гарантійна операція (поручительство за векселями).

Рекомендується приймати до облікування тільки такі векселі, які мають не менше двох підписів, а саме:

· прості векселі — з підписом векселедателя і бланком векселедержателя;

· переказні векселі на іншого платника наказу третій особі — з підписом трасата, трасата і бланком ремітенту;

· переказні векселі на іншого платника власному наказу — з підписом трасанту, трасата і бланком трасанту;

· переказні векселі, трасовані на векселедателя (трасантом на самого себе) — з підписом трасанту і бланком ремітенту;

· секунда, якщо прима призначена тільки для акцепту, — з підписом трасанту і бланком ремітенту;

Також слід стежити за тим, щоб, як правило, купувати:

· векселі, які виникли на ґрунті реальних торгових угод;

· векселі, які видані на солідні промислові, торгові та банківські фірми. Сюди перш за все відносяться акцепти першокласних банків;

· векселі з платежем у банківському пункті.

Але крім першокласних векселів, на грошовому ринку обертаються і векселі меншого гатунку, хоча вони і не мають великого попиту. До таких векселів відносяться:

· векселі з безоборотними написами;

· внутрішні векселі, які підлягають оплаті в іноземній валюті;

· векселі, які підлягають оплаті в пункті, де немає установи банку;

· переказні векселі, які не підлягають акцепту, — мандати.

Однорідною з обліковою операцією є операція по передачі векселів в оплату боргу: розрахунок робиться на тих самих підставах, а відмінність полягає в тому,

що належна з дисконтера сума не може бути отримана грошима, а зараховується в оплату боргу за його особистим рахунком.

Ломбардна операція, яка здійснюється з вексями, полягає в передачі векселів до банку для забезпечення отриманих кредитів, а саме:

- за позиками строковими за позичковими рахунками;
- за позиками до запитання за спеціальним позичковим рахунком.

Усі ці векселі забезпечуються індосаментом (бланковим, рідше іменним).

Комісійні операції, які здійснюються з вексями за участю банків, які забезпечують їх проведення. Банки приймають:

- прості і переказні векселі та супроводжуючі їх документи для інкасо до настання по них строку платежу, а в разі неплатежу – для їх опротестування;
- переказні і прості візо-векселі для пред'явлення до акцепту, а в разі неакцепту – для їх опротестування;
- опротестовані векселі для інкасо, але не в судовому порядку, а шляхом пред'явлення їх до оплати тим особам, які вказані довірителем.

Без комісії банки виконують доручення постійних клієнтів за розрахунковими і кореспондентськими рахунками як на інкасо, так і на пред'явлення до акцепту місцевих векселів.

Депозитні операції, або операції депо, які здійснюються з вексями, виконуються за участю банків, які забезпечують їх проведення. Банки приймають векселі:

- на збереження (чисте депо);
- на збереження і керування (кваліфіковане депо);
- на збереження, керування і розпорядження (забезпечуюче депо).

При чистому депо банк бере на себе зобов'язання зберігати векселі, відповідати за всі наслідки їх загибелі або псування і повертати їх на першу вимогу клієнта; при кваліфікованому депо банк, крім того, стежить за строками векселів, інкасує строкові векселі і в певних випадках опротестовує їх, а також здійснює всі інші дії, необхідні для охорони прав довірителя. Витрати банку по інкасуванню і опротестуванню погашаються за рахунок сум, які надходять для оплати векселів.

Забезпечуюче депо на умовах застави служить для забезпечення наданих клієнту позик і становить основу ломбардних операцій.

Акцептна операція, яка здійснюється з вексями, виконується за участю банків, які забезпечують їх проведення. Вона полягає в тому, що банк акцептує виставлений на нього переказний вексель за умови, що клієнт пред'явить банку покриття до настання строку платежу за векселем. В цій операції, на відміну від облікової, банк сам виступає платником. Сума для оплати векселя банком надається клієнтом не пізніше, ніж за день до настання строку. Тому банки надають акцептний кредит тільки першокласним позичальникам при абсолютній упевненості в їх кредитоспроможності, а як забезпечення тримають у себе соло-векселі позичальника; від менш надійних позичальників банки вимагають також надання гарантії та додаткового високоліквідного забезпечення.

Ремітент може використати акцепт з різною метою: передати в оплату боргу своєму кредиторі або облікувати в банку для миттєвого отримання коштів. В останньому випадку дисконтером може виступати сам банк-акцептант, який не бажає пускати свій акцепт в обіг, – тим самим він переводить акцептний кредит в об-

лікову позику, але він може і не обліковувати власний акцепт, а за згодою з ремітентом депонувати його у себе до настання строку платежу.

У зовнішньоторгових операціях акцептний кредит часто набирає форми акцептно-рамбурсного кредиту, при якому експортер (або його комісіонер) виставляє тратти на будь-який іноземний банк, а покриття за кредитом надає банк імпортера, або інший третій банк, але все це — за дорученням та за рахунок імпортера. Ця форма кредиту використовується тоді, коли валюта платежу за контракту не є валютою країни ні експортера, ні імпортера.

Як акцептний, так і акцептно-рамбурський кредит відкривається за товарними угодами, і векселі акцептуються проти пред'явлення товарних документів і часто супроводжуються акредитивами.

За акцептними кредитами банк утримує комісію залежно від строку та суми зобов'язань і ризику непогашення кредиту, а за акцептно-рамбурсним кредитом банк, окрім комісії, утримує ще й відсотки.

Гарантійна операція, яка здійснюється з векселями, полягає в тому, що третя особа — підприємство або банк бере на себе відповідальність за зобов'язаннями довірителя чи у формі письмової гарантії, чи у формі авалування векселя і тим самим надає авальний кредит.

Гарантії на забезпечення оплати векселів, як правило, надаються банками, оскільки тільки вони, з погляду ділового світу, можуть забезпечити солідність та добротність фірми.

Гроші — це, мабуть, одне з найбільших винаходів людської думки. У живій природі аналогій не знайдеться. Вся структура сучасної економіки визначена існуванням грошей. Гроші «породила» торгівля, а оскільки торгівля — одне із найбільш давніх занять людства, то в давнину ідуть корені і грошової системи, хоча будова її (як і вигляд самих грошей) багаторазово і сильно змінювалася протягом минулих тисячоріч.

Існують дві концепції походження грошей: раціоналістична й еволюційно-історична. Перша пояснює походження грошей як результат угоди між людьми, які зрозуміли, що для поліпшення умов обміну необхідні спеціальні інструменти. Відповідно до другої, гроші з'явилися в результаті тривалого історичного процесу розвитку економічного співробітництва, як результат розвитку процесу обміну.

Загальна причина виникнення грошей — суспільний поділ праці. Товарне виробництво можливе без грошей, але гроші не можуть існувати без товарного виробництва. Приватні причини пояснюють необхідність грошей в конкретній суспільно-економічній формації. Загальні і приватні причини не виключають, а доповнюють одна одну. Приватні причини:

- Безпосередня праця кожного виробника є приватною працею. Суспільне визнання праці можливе тільки через обмін, таким способом суспільний характер праці схований, тобто гроші необхідні для порівняння витрат на створення продукту.

- Неоднорідність праці, що зумовлює розподіл матеріальних благ залежно від витрат людини.

- Рівень розвитку продуктивних сил визначає розподіл матеріальних благ за витратами енергії.

· Праця не стала першою життєвою необхідністю кожного члена суспільства, отже, потрібно стимулювання витрати праці. Найбільш дієвий метод – матеріальне стимулювання.

· Наявність різних форм власності на засоби виробництва і продукти праці.

· Прагнення людей споживати максимальну кількість матеріальних благ.

· Наявність міжнародного поділу праці, міжнародних економічних зв'язків, що вимагають еквівалентного обміну продуктами праці між країнами.

Які ж основні етапи історії розвитку грошей? Перший етап – поява грошей з виконанням їх функцій випадковими товарами; другий етап – закріплення за золотом ролі загального еквівалента (цей етап був, мабуть, найбільш тривалим); третій етап – етап переходу до паперових чи кредитних грошей; і останній, четвертий, етап – поступове витіснення готівки з обороту, внаслідок чого з'явилися електронні види платежів.

Гроші, як і будь-яке інше поняття, мають свою сутність:

1) загальну безпосередню обмінність;

2) самостійну мінову вартість;

3) зовнішню речову міру праці.

Крім того, гроші мають власну класифікацію. Зокрема, за формою існування гроші бувають наявні і безготівкові. Готівка, у свою чергу, поділяється на реальні гроші (це монети з дорогоцінних металів, зливки), кредитні гроші (банкноти і казначейські білети) і розмінні монети. Безготівкові гроші можуть існувати як у межах національної грошово-кредитної системи у формі національної валюти, так і у формі міжнародних платіжних коштів у системі міжнародних розрахунків.

Походження грошей пов'язане з 7 – 8 тисячоліттям до н.е., коли в первісних племен з'явилися надлишки певних продуктів, які можна було обміняти на інші потрібні продукти. Історично як засіб полегшення обміну використовувалися – з перемінним успіхом – худоба, сигари, раковини, камені, шматки металу. Але щоб стати грішми, предмет має пройти лише один іспит: він повинен дістати загальне визнання і покупців, і продавців як засіб обміну. Гроші визначаються самим суспільством; усе, що суспільство визнає як оборотні засоби – це і є гроші. Справді, гроші – це товар, що виступає як загальний еквівалент, що відображає вартість усіх інших товарів. При натуральному господарстві, коли товар обмінювався на товар, потреба в грошах не була настільки гострою, як при розвинутому ринку. Проте навіть найпримітивніші держави створили свої види грошей. Роль грошей, еталона всіх обмінів, завжди випадала тому товару, що був у достатку або на який був найбільший попит.

Історики знайшли свідчення того, що в народів світу роль грошей відігравали найрізноманітніші товари: сіль, бавовняні тканини, мідні браслети, золотий пісок, коні, раковини і навіть сушена риба.

Наприклад, у XV столітті в Ісландії платили так:

За підкову – 1 сушену рибу;

За пару жіночих черевиків - 3 рибини;

За барило вина - 100 рибин;

За барило вершкової олії - 120 рибин.

Про те, яку велику роль відігравали гроші в житті людей з найдавніших часів, красномовно свідчить цікавий факт. У льодовику Альп археологами була виявле-

на мумія, що пролежала там 5 тисяч років. Коли її почали обстежувати, то знайшли, що одна з рук мумії міцно стиснута в кулак і тримає мідну пластинку. Це означає, що, потрапивши в завірюху і зрозумівши, що знаходиться на краю загибелі, житель бронзового століття найбільше боявся втратити найкоштовніше, що в нього було з собою, – гроші (саме такі мідні пластинки відігравали роль грошей).

Ранньослов'янське слово «худоба», що означає тварина, стало основою для багатьох фінансових термінів:

«скотарка» – скарбниця, скарб;

«скотар» – скарбник.

У Київській Русі гроші звалися «худоба» тривалий час і після того, як було здійснено перехід до металевих грошей.

Згадку про золоті і срібні гроші ми знаходимо в давньоєгипетському законодавстві (друге тисячоріччя до нашої ери), у священних книгах стародавньої Індії, у Біблії. Срібні гроші були поширені на рубежі третього і другого тисячоліть до нової ери в Китаї і Месопотамії. Не слід думати, що метали відразу витіснили всі попередні форми грошей. Між ними і численними видами еквівалентів йшла тривала боротьба. В міру збільшення суспільного багатства роль загального еквівалента закріплюється за дорогоцінними металами (сріблом, золотом), що через свою рідкісність, високу цінність при малому обсязі, однорідність, подільність та інші корисні якості були, можна сказати, приречені виконувати роль грошового матеріалу протягом тривалого періоду людської історії.

Відхід золота з обігу і взагалі припинення виконувати функції грошей називається демонетизацією. **Демонетизація** – це припинення виконувати золотом роль грошей.

Гроші – це загальновизнаний засіб обміну. Тут дуже важливо звернути увагу на слово «загальновизнаний». Загальновизнаним той чи інший засіб обігу стає і за звичкою. Не слід плутати поняття «законний» і «загальновизнаний» засіб обміну.

Часто законний засіб так і не ставав загальновизнаним: наприклад, історія з українськими купонами. Чим же визначається цінність грошей? Точніше, чи володіють паперові гроші цінністю? Люди цінують паперові гроші і тому роблять їх «паперовими». Якщо люди погоджуються що-небудь вважати грошима, то це «щось» і буде грошима. В сучасних умовах гроші «декретуються» урядом, а випускаються Центральним банком. Тому цінність грошей визначається насамперед довірою до уряду, що тримає під своїм контролем обсяг грошової маси в країні.

Стійкість (незмірність купівельної спроможності) сучасних грошей визначається їх обмеженістю. Тому можна сказати, що в уряду таке ж завдання, як і в природи, що створила золото в обмеженій кількості: Центральний банк повинен зробити обмеженою пропозицію грошей. Якщо паперові гроші перестануть мати властивість відносної обмеженості, то їхня цінність буде падати, поки не зникне зовсім. Отже, питання про цінність паперових грошей нерозривно пов'язане з проблемою кількості паперових грошей, необхідних для обертання.

Історія появи паперових грошей, цілком імовірно, відноситься до I ст. до н.е. і пов'язана з шкіряними грошима. У цей час у Китаї з'явилися гроші, виготовлені зі шкур білих оленів. Вони мали форму чотирикутних пластинок і були наділені особливими знаками та печатками. Ці білети володіли різною купівельною спро-

можністю і під страхом втрати були обов'язковими до приймання. Виникнення паперових грошей пов'язане з ім'ям Хана – онука Чингізхана.

Однак широке поширення паперових грошей починається з кінця XVII ст.

Непогано згадати слова великого англійця Адама Сміта, який говорив, що паперові гроші повинні розглядатися як більш дешеве знаряддя обміну. Справді, в обороті монети стираються, частина коштовного металу пропадає. До того ж зростають потреби в золоті у промисловості, медицині, споживчій сфері. І головне – товарообіг у масштабах, обчислювальних трильйонами доларів, марок, гривень, франків та інших грошових одиниць, золоту просто не під силу обслужити. Перехід до паперово-грошового обміну набагато розширив межі товарного обміну. Паперові гроші на відміну від металевих є лише знаками вартості, представниками золота.

Електронні гроші вперше з'явилися в 70-х роках минулого сторіччя. В другій половині 80-х років у ряді капіталістичних країн починають впроваджувати електронні кредитні картки другого покоління.

Пластикова картка являє собою пластину стандартних розмірів (85,6 мм - 53,9 мм - 0.76 мм), виготовлену зі спеціальної, стійкої до механічних і термічних впливів, пластмаси. Одна з основних функцій пластикової картки – забезпечити ідентифікацію особи, що використовує її, як суб'єкта платіжної системи. Для цього на пластикову картку наносяться логотипи банку-емітента і платіжної системи, що обслуговує картку, ім'я власника картки, номер його рахунку, термін дії картки та ін. Крім цього, на картці може бути наявна фотографія власника і його підпис. Алфавітно-цифрові дані – ім'я, номер рахунку та ін. – можуть бути ембосовані, тобто нанесені рельєфним шрифтом. Це дає змогу при ручному опрацюванні прийнятих до оплати карток швидко перенести дані на чек за допомогою спеціального пристрою, що здійснює «прокачування» картки (точно так само, як виходить другий примірник при використанні копіювального паперу).

На лицьовому боці картки з магнітною смугою зазвичай вказується: логотип банку-емітента, логотип платіжної системи, номер картки (перші 6 цифр – код банку, що впливають, 9 – банківський номер картки, остання цифра – контрольна, останні чотири цифри нанесені на голограму), термін дії картки, ім'я власника картки; на зворотному боці - магнітна смуга, місце для підпису.

Картки з магнітною смугою на сьогоднішній день найбільш поширені – в обороті знаходиться понад два мільярди карток подібного типу. Магнітна смуга розташовується на звороті карти і, відповідно до стандарту ISO 7811, складається з трьох доріжок. З них перші дві призначені для збереження ідентифікаційних даних, а на третю можна записувати інформацію. Однак через невисоку надійність багаторазово повторюваного процесу запису/зчитування, запис на магнітну смугу, як правило, не практикується, і такі карти використовуються тільки в режимі зчитування інформації. Хоча такий тип карт відносно уразливий для шахрайства. Проте розвинута інфраструктура існуючих платіжних систем і, насамперед, світових лідерів «карткового» бізнесу – компаній MasterCard/Europay є причиною інтенсивного використання карток з магнітною смугою і сьогодні. Відзначимо, що для підвищення захищеності карток системи VISA і MasterCard/Europay використовуються додаткові графічні методи захисту: голограми і нестандартні шрифти.

Як відомо, перші *смарт-картки* з'явилися у Франції в середині 70-х років. Основними перевагами цього виду пластикових карток порівняно з їх «магнітними побратимами» є підвищена надійність і безпека, багатофункціональність, можливість ведення на одній картці кількох рахунків. Істотний недолік смарт-карток, що його дотепер не вдалося перебороти, – їхня висока собівартість, що значно перевершує вартість пластикової картки з магнітною смугою. Вартість смарт-карток залежить від багатьох факторів (обсягу пам'яті, потужності мікропроцесора тощо) і коливається для тиражу в мільйон карток від 0,6 до 9,5 дол. США. Проте на початку 90-х років минулого сторіччя ринок мікропроцесорних карток почав розвиватися бурхливими темпами.

Широке впровадження в Україні систем безготівкових платежів на основі пластикових карток стане можливим лише тоді, коли буде забезпечений баланс інтересів усіх учасників процесу розрахунків за допомогою пластикових карток: комерційних банків, підприємств торгівлі й обслуговування, фізичних осіб. Однак картки ще не дістали поширення серед широких верств населення України, а це означає, що оптимального поєднання економічних інтересів окремих учасників систем платежів досягти поки не вдалося.

Багато економістів схиляються до того, що в майбутньому паперові гроші – банкноти і чеки взагалі зникнуть і їх замінять електронні міжбанківські трансакції. Гроші залишаться, але стануть «невидимими».

Першою функцією грошей є функція *міри вартості*, тобто їхня здатність вимірювати вартості всіх товарів, служити посередником при визначенні ціни. Необхідно розуміти, що не гроші роблять товари порівнянними, а товари порівнянні за допомогою грошей, тому що вони, як і гроші, є продуктами людської праці. Ціну може мати тільки той товар, що знаходиться у відносній формі вартості. Самі гроші ціни не мають. Замість ціни гроші мають купівельну здатність, що виражається в кількості товарів, які можна на них купити.

Вартість золота, як і будь-якого іншого товару, визначається кількістю суспільно необхідної праці, витраченої на його виробництво. Зі зростанням продуктивності праці кількість праці, затраченої на виробництво золота, змінюється. Тому вартість золота не може бути величиною постійною. Ціни товарів при золотому обертанні і вільному ринковому ціноутворенні залежать від їхньої власної вартості і від вартості золота. При такій вартості золота ціни товарів змінюються прямо пропорційно до їх власної вартості; зі збільшенням вартості даного товару підвищується і його ціна, зі зменшенням вартості вона знижується. Якщо вартість товарів залишається нестійкою, а вартість золота зміниться, ціни товарів змінюються також пропорційно до вартості грошей: з підвищенням вартості золота ціни товарів знижуються, а зі зниженням вони зростають в умовах повноцінного металевого звертання.

Особливість функції грошей як міри вартості полягає в тому, що її виконують дійсні гроші, які виражають вартість товарів ідеально, тобто через представлені гроші.

Вартість товарів, що дістала грошове вираження, виявляється як ціна. Але тому, що різні товари мають неоднакову вартість, для порівняння цін під час розвитку мінових відносин держави стали встановлювати фіксовані масштаби цін, тобто визначена кількість золота і срібла прийняті за грошову одиницю.

Функція міри вартості відображає відношення товару до грошей загального еквівалента. Однак для визначення ціни товарів цього недостатньо. Необхідний масштаб для порівняння, тобто масштаб вартості інших товарів чи масштаб цін.

Масштаб цін визначається державою і служить для виміру і вираження цін усіх товарів. Масштаб цін тим краще виконує своє призначення, чим рідше змінюється його основа, тобто одиниця масштабу.

Специфіка функції грошей як міри вартості полягає в тому, що цю функцію вони виконують як ідеальні гроші, що загально визнані. Для того, щоб виміряти вартість товару в грошах, немає необхідності мати при собі одиницю вимірюваного товару й одиницю вимірювача, на відміну, наприклад, від терезів у вимірюванні ваги.

Гроші були породжені торгівлею і виникли, як технічний засіб, що полегшує обмін товарами. Адже без грошей більш-менш легко може відбутися тільки прямий обмін, коли в кожного з партнерів є те, що потрібне іншому. Але навіть якщо на ринок прийдуть усього три особи, вони можуть і не домовитися про обмін, якщо їм не допоможуть гроші.

Як посередник у процесі обміну товарів, гроші виконують функцію *засобу обміну*. Товарний обмін спочатку здійснювався у формі безпосереднього обміну товару на товар (Т - Т). Поява грошей означає істотну зміну форми обміну: товар спочатку продається за гроші, а потім на виручені гроші товаровиробник купує необхідні йому товари. Переміщаючи товари з рук у руки, доводячи товари до споживача, гроші безперервно знаходяться в русі, переходячи від однієї особи до іншої, пов'язуючи тим самим акти обміну в єдиний процес обертання товарів.

При товарному обігу роль посередника при обміні товарів виконують гроші. Тут товар проходить дві зміни форми товарної вартості:

- товар продається за гроші, його вартість з товарної форми перетворюється в грошову (Т - Г);
- на виручені гроші купується товар, тобто грошова форма вартості перетворюється в товарну (Г - Т).

Отже, товарне обертання має форму Т - Г - Т. У товарному обороті, де гроші відіграють роль посередника, акти купівлі і продажу відокремлюються, стають самостійними, не збігаються в часі та просторі. Товаровиробник має можливість продати товар сьогодні, а купити інший товар лише через день, тиждень, місяць і т.д. Він може продавати його на одному ринку, купити потрібний йому товар на іншому. Таким чином, гроші як засіб обміну переборюють індивідуальні, тимчасові та просторові межі безпосереднього обміну і сприяють розвитку товарного обміну.

З появою грошей суперечності процесу обміну не зникають, а навпаки, посилюються. Володіючи грошима як самостійною формою вартості, товаровиробник використовує їх, коли хоче і де хоче. За актом Т - Г може не піти акт Г - Т, якщо продавець взагалі утримається від купівлі. Але в такому випадку якийсь третій виробник не зможе продати свій товар. Розрив між продажем і купівлею в одній з ланок товарного обертання викликає розрив у ряді інших його ланок. Перетворення прямого обміну товарів у товарне обертання, зв'язане з функцією грошей як засобу обертання, створює, таким чином, можливість економічних криз.

Функцію грошей як засобу обертання виконують реальні гроші, що не обов'язково є повноцінними, тому що в процесі товарного обертання гроші висту-

пають у ролі скороминушого посередника і вони можуть бути замінені знаками вартості. Хоча для виконання функції засобу обертання гроші завжди мають бути наявними, тобто цю функцію можуть виконувати лише реально існуючі гроші. Вони повинні мати такі якості, як портативність, міцність, однорідність, подільність. Специфіка цієї функції позначається і на формі грошей.

Паперові гроші – нова форма грошей. За своєю економічною природою вони є знаками дійсних грошей – золота, тобто є його заміником у функції засобу обертання. Паперові гроші не усувають, а, навпаки, припускають наявність дійсних грошей. Необхідно тільки, щоб грошові знаки мали суспільну значущість. Паперові знаки вартості випускаються державою, що подає їм примусового курсу у законодавчому порядку, вони мають законну платіжну силу в межах певної держави.

Гроші є загальним втіленням суспільного багатства – під цим розуміється прагнення до їх нагромадження. Якщо гроші тимчасово вилучаються з обігу і знаходяться в товаровиробників, тобто продаж одного товару не супроводжується купівлею іншого товару, то в цьому випадку гроші виконують функцію утворення скарбів, нагромаджень і заощаджень.

Функція грошей як *обсягу нагромадження* безпосередньо впливає з двох функцій. Як міра вартості, гроші повинні бути повноцінними, хоча й ідеальними. Засобом обертання служать реальні, хоча і неповноцінні гроші. Для грошей як для міри вартості байдужа їх кількість, для грошей як засобу обертання байдужа їх речовинність. Гроші у своїй третій функції виступають одночасно повноцінними і реальними, для них істотна чисельність їх визначеної речовинної маси. Як засіб нагромадження, гроші мають самостійне існування поза сферою обертання, виступаючи представником загального багатства. Грошова форма як особливий товар може бути перетворена у форму предметів розкоші.

В умовах сучасного суспільства функція грошей як скарбу має певні особливості. Вона перестала виконувати роль стихійного регулятора грошової маси в обертанні. Це зумовлене тим, що при обертанні нерозмінних грошових знаків золото не може автоматично перейти зі скарбу в обертання і назад, як це було при золотому стандарті. Однак золото продовжує виконувати функцію скарбу, як державного, так й індивідуального. Золото розглядають як надійну гарантію заощаджень і, крім того, золоті запаси забезпечують довіру до національних валют, що використовуються сьогодні в міжнародних платежах.

Завдяки поділу продажу і платежу гроші почали виступати в новій функції – функції *засобу платежу*. Гроші, що виконують функцію засобів платежу, з'являються в якісно новій єдності. Вони функціонують, по-перше, як міра вартості при визначенні ціни товару; по-друге, як ідеальний купівельний засіб. У цій новій єдності функції грошей набувають іншого призначення. Вони виступають «не як засіб обертання, не як усього лише перехідна і посередня форма обміну речовин, а як індивідуальне буття мінової вартості, як абсолютний товар».

В умовах розвинутого товарного господарства гроші в такій функції поєднують багатьох товаровиробників, у зв'язку з чим розрив однієї ланки в ланцюзі платежів веде до банкрутства інших товаровласників. До моменту закінчення терміну боргових зобов'язань позичальник може виявитися неплатоспроможним, тому що багато товаровласників купують один у одного товари в кредит, непла-

тоспроможність одного з них неминуче викликає неплатоспроможність інших, тобто виникає небезпека розриву в ланцюзі виконання боргових зобов'язань, що веде до розвитку кризових явищ.

На основі електронних грошей і виникли кредитні картки. Вони сприяють скороченню платежів готівкою, обслуговуючи роздрібний товарообіг і сферу послуг; служать засобом розрахунків, що скуповують готівку і чеки, а також інструментом кредиту, що дозволяє власнику одержати короткострокову позичку грошима чи у формі відстрочення платежу. Використання кредитних карток – стимул до реалізації товарів і усунення кризових явищ економіки.

Таким способом еволюція функції світових грошей у своєрідній формі повторює шлях, пройдений національними грошима. А існує тенденція до збереження зрослого з золотом загального еквівалента, тому що дорогоцінний метал продовжує відігравати роль грошей у функції скарбу як страховий фонд.

Зміна економічних і політичних умов відображається на теоріях грошей, тому потрібно враховувати їхню еволюцію. У політичній теорії можна виділити три основні теорії грошей – металеву, номіналістичну і кількісну.

У багатьох високорозвинутих країнах грошові знаки доживають свої останні роки. Якщо в країні добре розвинута банківська система, уряд користується довірою в населення, немає ніякої необхідності носити із собою купи паперових грошей і монет. Можна перейти на безготівковий розрахунок. Це в багато разів зручніше і практичніше. Люди можуть приходити в магазин із пластиковою пластинкою в кишені і купувати скільки завгодно товарів, якщо, зазвичай, дозволяє рахунок, можуть подзвонити і замовити товари телефоном чи через Internet. Майже всі великі угоди проводяться за безготівковий розрахунок.

Але такий вид розрахунку може бути перспективним тільки за стабільної економіки, розвинутої банківської системи й абсолютної довіри населення до держави. Якщо хоч один з цих компонентів не виконується, повний перехід на безготівкову систему просто неможливий. На жаль, у нашій країні не виконується жодна умова. Отже, поки не буде довіри до уряду, не буде розвинутої банківської системи і не стабілізується економіка, цей вид розрахунку вкрай не перспективний.

6.6. Міжнародний ринок цінних паперів

Міжнародний ринок позичкових капіталів (міжнародний фінансовий ринок), будучи відображенням реального відтворювального процесу у світовому масштабі, водночас прагне самостійного життя, що підпорядковується своїм особливим закономірностям. Він робить величезний зворотний вплив на процеси виробництва як на національному, так і на міжгосподарському рівнях.

Міжнародний ринок позичкових капіталів виник на рубежі 50-х – 60-х років минулого сторіччя. До кінця 80-х років загальна сума чистих запозичень на міжнародному рівні досягла вже 14 % від суми чистих запозичень на всіх фінансових ринках світу разом узятих. При цьому сучасний етап розвитку міжнародного фінансового ринку характеризується зростанням ролі і значення ринку цінних паперів. Ринок цінних паперів – складна і порівняно міцно відособлена частина ринку позичкових капіталів. Разом з ринком середньострокових і довгостроко-

вих банківських кредитів він утворив ринок капіталів (його фінансову частину). *Цінні папери* – особлива сфера вкладення позичкового капіталу, хоча самі вони і не є такими.

Ринок цінних паперів, як і будь-який інший ринок, являє собою систему економічних відносин купівлі-продажу, де зіштовхуються попит та пропозиція і визначається ціна. Величина ринку, як відомо, безпосередньо пов'язана зі ступенем спеціалізації суспільної праці. Цьому цілком відповідає ринок цінних паперів, що теж розвивається внаслідок зростання спеціалізації емітентів та інвесторів, тобто продавців і покупців товару «цінний папір». З одного боку, зростає кількість емітентів, що здійснюють емісії цінних паперів; з другого боку – все більше диференціюються їх види, збільшуються масштаби їхнього звертання, розширюється коло інвесторів.

Ринок цінних паперів безпосередньо складається з первинного і вторинного ринків.

На *первинному ринку* здійснюється емісія державних і муніципальних облігацій, а також акцій та облігацій, що випускаються різними акціонерними компаніями як фінансового, так і нефінансового профілю. Безпосередніми інвесторами на первинному ринку цінних паперів виступають комерційні й інвестиційні банки, власне біржові фірми, страхові компанії, пенсійні фонди, не фінансові корпорації (інституціональні інвестори) і приватні особи (індивідуальні інвестори), що здобувають безпосередньо чи за допомогою біржових фірм та інвестиційних банків акції й облігації. *Вторинний ринок* цінних паперів являє собою нецентралізовану чи централізовану (фондова біржа) купівлю-продаж емітованих цінних паперів. Існування нецентралізованого ринку цінних паперів зовсім не означає стихійну торгівлю ними. Дрібні акціонерні компанії, як правило, розміщують свої цінні папери серед невеликого кола відомих осіб. Більша частина середніх і великих корпорацій, що не котирують свої цінні папери на фондових біржах, найчастіше вдаються до допомоги брокерсько-дилерських фірм комерційних банків, що здійснюють торгівлю цінними паперами, користуючись сучасними системами зв'язку.

У розвинутих країнах з ринковою економікою масштаби емісії облігацій значно більші масштабів емісії акцій. Це визначається двома основними причинами:

- по-перше, емітентами акцій виступають тільки корпорації, а емітентами облігацій – не тільки вони, а й держава, муніципалітети, різні некорпоративні установи;

- по-друге, для самих корпорацій емісія облігацій за інших рівних умов більш вигідна, оскільки обходиться дешевше і дає більш швидке розміщення серед інвесторів, не збільшуючи при цьому кількості акціонерів.

У цінних паперів є одна характерна риса, завдяки якій вони відрізняються від інших видів позичкового капіталу: це оборотність, тобто можливість для власника в будь-який момент перетворити їх у гроші. Можливість оборотності цінних паперів на вирішальному ступені залежить від ліквідності ринку, на якому вони виступають об'єктами купівлі-продажу. Ця ліквідність тим вища, чим вище обертається цінний папір, чим більше актів купівлі-продажу з ним відбувається.

Характерні риси ринку цінних паперів і самого цінного паперу як об'єкта угод на цьому ринку, знаходять вияв і на міжнародному ринку цінних паперів, але з деякими особливостями. Міжнародний ринок цінних паперів – це насамперед

первинний ринок. Вторинний ринок поки що не дістав адекватного розвитку. Тому під міжнародним ринком цінних паперів розуміється випуск останніх, виражений у так званих євровалютах і здійснюваний емітентами поза рамками якогось-небудь національного регулювання емісій. У більш широкому плані міжнародний ринок цінних паперів розглядається як сукупність власне міжнародних емісій та іноземних емісій, тобто випуск цінних паперів іноземними емітентами на національному ринку інших країн. Сьогодні міжнародний ринок цінних паперів включає як ринок акцій, так і ринок облігацій.

Емісії міжнародних акцій почалися в скільки-небудь помітних масштабах лише із середини 80-х років минулого, тимчасом час як емісії облігацій – із середини 60-х років і за вартісним обсягом поки що перевищують перші в 9-10 разів. Саме облігації є нині основним і переважним видом цінного паперу, емітованого на міжнародному рівні.

Міжнародний облігаційний ринок можна, з певною часткою умовності, представити як сукупність двох секретів: ринку іноземних облігацій і ринку власне міжнародних облігацій – так званого ринку єврооблігацій («євробондз»). **Ринок іноземних облігацій** – це ринок цінних паперів, що випускаються іноземними позичальниками через банківські консорціуми на національних облігаційних ринках з метою мобілізації капіталу насамперед місцевих інвесторів. Ринки іноземних облігацій досягли розквіту в перші два десятиліття ХХ ст., а потім їхня роль різко впала, але з 60-х років знову почала зростати. Власне міжнародні облігації («євробондз») емітуються позичальниками за посередництвом міжнародних банківських консорціумів і виражені в євровалютах.

Більшість випусків іноземних облігацій практично зосереджена на національних ринках лише чотирьох країн – США, ФРН, Швейцарії і Японії. До початку 70-х років тут відзначалася безперечна перевага американського ринку капіталів. Так, за 1963-1970 рр. на цьому ринку було емітовано майже 2/3 суми всіх іноземних облігаційних позик.

Однак з 70-х років становище міняється, дедалі зростаюча частина емісій здійснюється на європейських і японських ринках цінних паперів.

Хоч американський облігаційний ринок є найширшим і самим об'ємним у світі як за сумами запозичення, так і за тривалістю надання капіталу в позичку, його участь у міжнародних операціях у цілому незначна. Протягом останнього десятиріччя емісія іноземних облігацій становила трохи більше 8,5% від емісії національних корпоративних облігацій. Тривалий час велика частина позичальників на ринку «Янкібондз» – таку назву дістав іноземний облігаційний ринок США – була представлена державними організаціями (за винятком Канади, позичальниками з яких виступали і приватні корпорації). Дуже частими і досить великими позичальниками на цьому ринку є і банки розвитку – Світовий банк, Міжамериканський банк розвитку, Азіатський банк розвитку та ін. Загальна сума капіталу, що кредитори розмістили через ринок «Янкібондз», зросла з 1 млрд. дол. у 1973 р. до 10,6 млрд. у 1976 р., сума капіталу до 1980 р. упала і протягом усіх 80-х років знаходилася на рівні 4,5-10 млрд. дол. емісії на рік.

Ринок іноземних облігацій у США привабливий для міжнародних позичальників насамперед великими розмірами позик: у середньому 100 млн. дол., найбільш великі досягають 300 млн. дол. і вище, а також значною тривалістю. Найбільші три-

валі позики надавалися на термін до 30 років, що набагато більше, ніж у Західній Європі. Витрати емісій становлять близько 1 %, тобто приблизно половину величини витрат на доларовому ринку єврооблігацій, приблизно третину від витрат на облігаційному ринку західнонімецької марки і тільки чверть від витрат на іноземному ринку облігацій у швейцарських франках. Ставка відсотка за іноземними облігаціями, як правило, трохи вища, ніж для першокласних вітчизняних позичальників, але маловідомий позичальник повинен платити, як правило, за значно більшою ставкою, що істотно перевищує ставку вітчизняного першокласного позичальника, яка у другій половині 80-х років ХХ ст. коливалася в межах 9-9,7 %.

Інший центр емісій іноземних облігацій – ФРН. Вперше емісія іноземних облігацій у ФРН почалася в 1959 р. із введенням конвертованості західнонімецької марки.

У принципі, ніяких обмежень на іноземні емісії немає. Однак для кожного місяця шість основних банків, що емітують, ФРН разом із представниками Бундесбанку встановлюють свого роду календарний план нових емісій. Хоча статистикою реєструються окремо емісії іноземних облігацій і єврооблігацій, виражених у німецьких марках, насправді розходження між ними дуже незначне: єврооблігаційні емісії здійснюються міжнародними консорціумами, а іноземні емісії в німецьких марках – консорціумами, що складаються тільки з комерційних банків ФРН.

Обидва типи облігацій випускалися на пред'явника, деноміновані за законом у 1000 німецьких марок кожна, причому відсотки не обкладалися прибутковим податком. І в тому, і в другому випадку відсутні хоч якісь обмеження в продажу цих облігацій нерезидентам.

Облігації випускаються на різні терміни: від 5 до 15 років. Німецьке державне регулювання обмежувало можливість нерезидентів ФРН володіти німецькими активами.

Купівля іноземних і міжнародних облігацій, емітованих німецькими банками, колись була одним зі шляхів, за якими нерезиденти цієї країни могли здобувати німецькі фінансові активи. Тому більшість випущених в обіг міжнародних облігацій у марках ФРН належали іноземцям. Невипадковий, мабуть, той факт, що Банк міжнародних розрахунків (БМР) в останні роки всі міжнародні облігації, виражені в німецьких марках, почав відносити до категорії іноземних облігацій, хоча щомісячний бюлетень «Файненшл статистик манзлі» досить рішуче відносить усіх їх до категорії «євробондз».

Одним з найважливіших світових центрів емісій іноземних облігацій є Швейцарія, на частку якої припадає більше половини загальної суми цих емісій. В окремі роки експорт капіталу у швейцарських франках, включаючи частки розміщення і банківські кредити, перевищував 10 % валового національного продукту країни. Це, зазвичай, зовсім не означає, що Швейцарія експортувала капітал на суму, що перевищує 10 % ВВП. Справа в іншому: через цю країну реекспортуються величезні маси міжнародного капіталу і цей реекспорт здійснюється дуже швидко. Маленька Швейцарія займає в останні роки за сумою своїх щорічних нових інвестицій у цінні папери за кордоном четверте місце, поступаючись лише Японії, ФРН і Великобританії. Немає іншої країни,

в якої, згідно з даними платіжних балансів, було б таке сприятливе співвідношення отриманих через кордон і виплачених за кордон відсотків і дивідендів. У Швейцарії воно в середньому за вісімдесяти роки становило 2,5:1, тимчасом, як у ФРН 1,4:1, а в Японії - 1,3:1.

Іноземні облігації у швейцарських франках емітуються привселюдно за посередництвом банківського консорціуму і випускаються, зазвичай, високим номіналом і на істотні суми. Позика, що може бути емітована в будь-якому кварталі року, повинна бути дозволена валютною владою. Емісійні витрати відносно високі порівняно зі звичайним рівнем витрат при емісіях єврооблігацій і емісіях іноземних облігацій на інших ринках (наприклад, таких, як Нью-Йорк). Позичальниками на ринку іноземних облігацій у Швейцарії виступають, як правило, тільки міжнародні інститути, іноземні держави і найбільші корпорації. Емісії здійснюються банківськими консорціумами на фондових біржах Базеля і Цюриха. Відсотки за іноземними облігаціями звільнені від швейцарського прибуткового податку. На відміну від ринку іноземних облігацій у Німеччині, швейцарський ринок є об'єктом державного регулювання: проспекти емісій повинні одержати схвалення Національного банку Швейцарії, а на самі емісії, у тому випадку, якщо вони перевищують суму, еквівалентну 10 млн. дол. США, необхідний особливий дозвіл влади.

Японський облігаційний ринок капіталів поки ще відстає від ринків в інших країнах за рівнем інтернаціоналізації і лібералізації. Однак з кінця 70-х років відзначається тенденція до значного зростання цих процесів на японському ринку, що зумовлене рядом факторів і, зокрема, надзвичайним розширенням експорту японського капіталу; зростаючим застосуванням єни як резервної валюти центральними банками багатьох держав; використанням єни міжнародними інвесторами, яких приваблює зміцнення цінних паперів на ринках капіталу і відносно посилення єни порівняно з іншими валютами. У результаті почалося досить швидке зростання запозичень капіталу, вираженого в єнах, неяпонськими позичальниками. Обсяг іноземних облігацій в єнах зростає відповідно до тих сум, що фіксуються на ринках іноземних облігацій у традиційних центрах їх емісій.

Японський (Токійський) облігаційний ринок капіталів здійснює емісії для іноземних позичальників двома основними шляхами: випускаючи традиційні чи класичні іноземні облігації. Ринок «євробондз» з'явився в 1963 р. і в зростаючих масштабах став служити джерелом залучення фінансових ресурсів корпораціями і державами багатьох країн з 1964 р.

При цьому протягом усієї другої половини 60-х і на початку 70-х років провідними позичальниками на ринку «єврооблігацій» виступали корпорації США, на частку яких припадало від 1/4 до 3/5 усієї суми емісій. Значна частина позичкового капіталу використовувалася американськими компаніями для фінансування приросту прямих інвестицій, переважно в країнах Західної Європи. Однак у наступні роки частка американських емітентів почала знижуватися, і сьогодні провідними емітентами на ринку «євробондз» виступають корпорації та фінансові інститути Японії і ряду країн Західної Європи. **Ринок «євробондз»** – ринок привілейованих позичальників, куди допускаються переважно найбільш надійні позичальники з економічно високорозвинутих країн. Країни, що розвиваються, як малонадійні боржники мають дуже обмежений доступ на цей ринок.

На міжнародному ринку облігацій так само, як і на національних ринках, посередниками, що зв'язують інвесторів і позичальників, виступають банки і брокерські фірми. Але цю роль відіграють тут не окремі інститути, а групи - консорціуми, що формуються на час проведення емісій. Вони очолюються найбільш відомими у світі комерційними й інвестиційними (торговими) банками. Причому, зазвичай, лідером є той банк, у валюті країни якого відбувається емісія (за винятком доларових емісій). Банки беруть участь у міжнародних емісіях не як посередники, що претендують на одержання комісійних, а як безпосередні гаранті емісій. Дуже важливе питання про ступінь прибутковості міжнародного ринку облігацій. Тут простежується досить чітка тенденція залежності ставок відсотка від стійкості валюти, тобто від ризику падіння її курсу. Чим більший такий ризик, тим вищий відсоток. Так, євро-стерлінгові облігації терміном на п'ять років протягом 1988–1990 рр. емітувалися зі ставкою в 12,1–14,4 %, євродоларові облігації – у 8,6–9,8%, іноземні облігації у Німеччині – у 7,0–8,5%, а євроєнні облігації зі ставкою в 6,0–7,3 %.

Про загальну суму доходів, одержуваних від міжнародних облігацій, відомо з дослідження, проведеного міжнародною банківською групою «Оріон», що охоплює дані про рух облігаційних позик, емітованих протягом 1963–1977 рр. Загальна сума капіталу в доларах, інвестованих за цей період у «євробондз», становила 45,2 млрд. З них 21,3 млрд. було повернуто до 1982 р. за рахунок виплат з основного боргу. Таким чином, погашення становило 45 % від суми емісій. Разом з тим протягом цього терміну у формі відсотків було виплачено 23,5 млрд. дол.

Отже, інвестувавши капітал у 45 млрд. дол., власники «євробондз» одержали за 15 років прибуток у 23,5 млрд., що є свідченням високої прибутковості. Зазвичай, сучасне становище у зв'язку зі зміною самих умов функціонування міжнародного ринку багато в чому має змінитися, але висновок інвесторів про досить високий ступінь прибутковості міжнародних облігацій, мабуть, однозначний.

Незважаючи на майже тридцятирічне функціонування, ринок «євробондз» багато в чому залишається незрозумілим насамперед щодо джерел походження позичкового капіталу.

Існують різні оцінювання природи інвесторів на ринку «євробондз». Більшість їх сходиться на тому, що на цьому ринку цінних паперів панують інституціональні інвестори. Тільки дуже великі індивідуальні інвестори, що представляють значні капітали, можуть тією чи іншою мірою конкурувати з інституціональними інвесторами при здійсненні міжнародного руху капіталів, установленні зв'язків з банківськими синдикатами-емітентами, одержанні правильної інформації про рух цін на облігації і т.ін.

Хоча точна природа інвесторів невідома, загалом передбачається, що найменш значна їх частина – клієнти європейських банків. Включені до цієї групи такі інституціональні інвестори, як страхові компанії, пенсійні фонди, а також індивідуальні інвестори з країн з хиткою валютою. Здобувають «євробондз» і нафтодоларові інвестори з країн Середнього Сходу. Інвестори зі США не включені до цієї групи, оскільки купівля нерегламентованих цінних паперів для американських резидентів заборонена відповідно до рішення Комісії з цінних паперів і фондової біржі. Але оскільки ця заборона не поширюється на купівлю таких цінних паперів на вторинному ринку, американські інвестори можуть, зазвичай, здобу-

вати «евробондз» через 90 днів після їх первісної пропозиції. В останні роки істотно зросла роль японських інвесторів, особливо інституціональних. Створилася цікава ситуація: японські фінансові інститути виступають на міжнародному ринку як і емітенти, і посередники, і інвестори.

Причини для торгівлі міжнародними облігаціями і, відповідно, інвестування капіталу в них цілком зрозумілі. Інвестори, купуючи облігації з тривалим терміном погашення, у принципі керуються тими ж мотивами, що й інвестори, що здобувають короткострокові і середньострокові цінні папери. На ринку тривалість термінів функціонування тих чи інших цінних паперів з погляду інвестора відіграє другорядну роль стосовно суми свідочств на оплату відсотків. Тому зовсім невідомо, як довго куплені тим чи іншим інвестором цінні папери будуть залишатися в нього на руках: при цьому на великі суми й одержання доходів від зміни у відсоткових ставках і у валютних курсах. Тому в тих випадках, коли відсоткові ставки і валютні курси швидко змінюються, майже настільки ж швидко повинен відбуватися і перепродаж цінних паперів.

Попит на облігації дуже еластичний. У тих випадках, коли ціна на облігацію падає, а норма доходу за нею зростає, зміни в попиті на ці цінні папери набагато більші, ніж зміни в їх ціні. Але варто враховувати і ту обставину, що «евробондз» мають «конкурентів» в особі інших цінних паперів того ж класу, наприклад, іноземних облігацій, емітованих на американському, швейцарському чи японському ринках, а також середньострокових євровалютних цінних паперів (євронот, євродепозитних сертифікатів, різних єврокомерційних паперів). Разом з тим зберігається велика диференціація в ставках відсотка на різних ринках облігацій та інших цінних паперів. Доти, поки існує таке становище, будуть і інвестори, що переводять свої позичкові фонди з одного ринку в іншій у надії виграти від перепаду у відсоткових ставках. Інвестори шукають більш високі ставки відсотка на свої інвестиції за рівних умов валютного ризику, тобто ризику раптового знецінення валюти, в якій виражені цінні папери, що здобуваються ними.

У міру зростання інтернаціоналізації господарського життя звертання цінних паперів дедалі ясніше набуває міжнародного характеру. Найбільші фінансисти, транснаціональні банки безпосередньо чи через підставні компанії або осіб проводять колосальні операції з «евробондз» та іншими цінними паперами. Великі інвестиційні компанії і транснаціональні банківські корпорації купують «евробондз» як для себе, так і для своєї клієнтури, що часто не може самостійно вийти на міжнародний ринок цінних капіталів.

Приблизно дві третини міжнародних облігаційних емісій здійснюються в цінних паперах, що потім є так чи інакше об'єктом продажу і купівлі на вторинному ринку. Торгівля ними на фондових біржах багато в чому визначається винятково високим ступенем їх концентрації в руках порівняно невеликої кількості інвесторів. У цілому обсяги торгівлі не тільки міжнародними облігаціями, а й іншими цінними паперами міжнародного характеру на біржах розвинутих країн порівняно великі. На міжнародній фондовій біржі в Лондоні на частку міжнародних та іноземних облігацій припадає близько 40 % всіх облігацій, що тут котируються, на фондовій біржі в Цюріху – понад 35 %. На біржах інших країн їхня частка значно нижче, і Лондонська біржа залишається головним центром міжнародної торгівлі акціями й облігаціями. Особливе місце займає Люксембурзька біржа, що

функціонує в контакті з двома кліринговими інститутами цінних паперів - «Євроклір» і «СІДЕЛ» («Сентраль де Ліврезен де валер мобілер»). Незважаючи на порівняно невеликий оборот, вона відіграє провідну роль на ринку цінних паперів, тому що являє собою біржу, на якій котируються фактично всі міжнародні облігації.

Торгівля облігаціями й іншими цінними паперами міжнародного характеру на фондових біржах і поза ними є важливою формою підтримання зв'язків між фінансовими ринками різного національного походження. Тому транснаціональні банки спільно розробили вирішення наступних трьох проблем, що полегшують процес цієї торгівлі:

- надходження взаємної загальної і спеціальної інформації, пов'язаної з угодами з цінних паперів у кожній країні, на кожному ринку;
- створення єдиної форми міжнародних і всіх національних облігацій;
- забезпечення взаємної інформації про систему емісій і котирування міжнародних та іноземних цінних паперів на національних ринках капіталів.

Уже в 80-х роках з'явилися певні якісні зміни у функціонуванні світового ринку цінних паперів, що відображають новий етап його розвитку. Ці зміни пов'язані зі значним зменшенням розходжень між національними і міжнародними ринками, що виявляється у формуванні найбільшого, взаємозалежного всіма своїми складовими частинами глобального ринку. Національні ринки поступово безпосередньо чи опосередковано стають своєрідною частиною більш великого ринку поза країною. Однак цей процес все ясніше виявляється на рівні вторинного ринку, де централізована торгівля цінними паперами зосереджується на трьох найбільших біржах - Токійській, Нью-Йоркській і Лондонській, на частку яких нині припадає більше половини ринкової вартості цінних паперів, що котируються на всіх біржах світу. Саме між цими трьома біржами відбувається найбільш помітне посилення взаємозв'язку в торгівлі цінними паперами. Такий процес відбувається на тлі загальної інтернаціоналізації ринків цінних паперів — як первинних, так і вторинних, що зумовлене кількома факторами:

- самим ходом інтернаціоналізації виробництва;
- зростанням взаємних інвестицій між компаніями різних країн;
- скороченням державних обмежень у міжнародній торгівлі цінними паперами;
- швидким розвитком сучасних зв'язків, що надзвичайно полегшують і прискорюють торгівлю цінними паперами в технічному розумінні тощо.

Але все-таки це ще не дає підстав вважати, що вже сформувався єдиний глобальний світовий ринок цінних паперів, оскільки зберігаються розходження між національними ринками, хоча процес глобалізації відбувається прискореними темпами.