

МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ ПОДАТКОВИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Факультет фінансів та цифрових технологій
Кафедра фінансових ринків та технологій

Затверджено
Вченою радою Факультету фінансів,
та цифрових технологій
протокол від «19» 12 2021 № _____

Голова Вченої ради Факультету
М. РЯБОКІНЬ

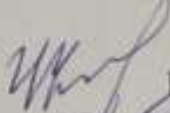
КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ


обов'язкової навчальної дисципліни «Фінансовий ринок»
для підготовки здобувачів вищої освіти першого (бакалаврського) рівня
(денної та заочної форм навчання)
галузь знань: 07 «Управління та адміністрування»
спеціальність: 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»
Освітня програма: «Фінанси, банківська справа та страхування»

Ірпінь - 2021

Конспект лекцій складено на основі робочої програми навчальної дисципліни «Фінансовий ринок», затвердженої Науково-методичною радою УДФСУ « 16 » листопада 2021 р. (протокол № 9)

Укладачі:

 І.І. Чуницька, д.е.н., професор

 Ю. Ю. Вергелюк, к.е.н., доцент

 М.В. Рябокінь, к.е.н., доцент

Розглянуто та схвалено кафедрою фінансових ринків та технологій, протокол від «14» грудня 2021 № 9.

В.о. завідувача кафедри

Чуницька І.І., д.е.н., професор

ЗМІСТ

ВСТУП	4
Тема 1. Фінансовий ринок: сутність, функції та роль в економіці	5
Тема 2. Регулювання фінансового ринку	13
Тема 3. Суб'єкти фінансового ринку	19
Тема 4. Ризик і ціна капіталу	26
Тема 5. Ринок пайових цінних паперів	32
Тема 6. Ринок боргових цінних паперів	40
Тема 7. Ринок похідних та структурованих цінних паперів	49
Тема 8. Первинний та вторинний ринок цінних паперів	57
Тема 9. Грошовий ринок	66
Тема 10. Кредитний ринок	72
Тема 11. Фундаментальний і технічний аналіз	83
Рекомендована література	87

ВСТУП

Актуальність дисципліни «Фінансовий ринок» обумовлена необхідністю вивчення здобувачами теоретичних та практичних засад функціонування його секторів. Суб'єкти фінансового ринку забезпечують функціонування усієї фінансової системи, створюють велику частину ВВП та будують систему перерозподілу фінансових ресурсів в економіці. Саме тому, теми дисципліни є необхідними в структурі знань здобувача-фінансиста.

Конспект лекцій навчальної дисципліни «Фінансовий ринок» включає одинадцять тем, які дозволяють досягнути мети вивчення даної дисципліни, а саме формування системи теоретичних і практичних знань з основ розвитку та функціонування фінансового ринку як підсистеми фінансових відносин.

Завдання навчальної дисципліни :

- виявлення макроекономічної позиції фінансового ринку в системі економічних відносин;
- розкриття, взаємозв'язків між заощадженнями та інвестиціями на основі аналізу руху грошових потоків в економіці;
- обґрунтування необхідності функціонування фінансових інструментів, рух яких опосередковується взаємовідносинами між суб'єктами фінансового ринку;
- обґрунтування необхідності державного регулювання фінансового ринку;
- виявлення суті інфраструктури фінансового ринку, її значення для забезпечення виконання ринком своїх функцій;
- розкриття основних відмінностей обігу різних видів фінансових інструментів.

Об'єктом навчальної дисципліни процес функціонування фінансового ринку.

Предметом вивчення навчальної дисципліни є особливості організації та функціонування фінансового ринку.

ТЕМА 1. ФІНАНСОВИЙ РИНОК: СУТНІСТЬ, ФУНКЦІЇ ТА РОЛЬ В ЕКОНОМІЦІ

Мета – систематизувати та закріпити знання про сутність фінансового ринку, його функції, класифікацію, учасників та роль в економіці.

План лекційного заняття

1. Сутність фінансового ринку та його сегментація.
2. Класифікація фінансових ринків.
3. Функції та роль фінансового ринку в економічних процесах.
4. Сутність та види фінансових інструментів.

Ключові терміни та поняття: фінансовий ринок, ринок фінансових послуг, послуга, фінансова послуга, банківська послуга, попит на послуги, ціна послуги, ефективність ринку, фінансові операції, фінансовий інструмент, цінні папери, грошовий ринок, валютний ринок, кредитний ринок, функції фінансового ринку, сегмент ринку, реальний сектор, фінансовий сектор, фінансова система, ринок цінних паперів, розвинений ринок, ринок, що розвивається, капітал, кредити фінансовий центр, первинний ринок, вторинний ринок, фінансовий актив.

1. Сутність фінансового ринку та його сегментація.

Здебільшого в основі категорії «фінансовий ринок» лежать поняття «фінансові активи», «фінансові інструменти», «фінансові інститути», «фінансові посередники». Так, тільки у різноманітних економічних словниках під фінансовим ринком розуміють:

- 1) сукупність фінансових інститутів, які скеровують потік коштів від власників заощаджень до позичальників;
- 2) ринок, на якому здійснюють перерозподіл фінансових ресурсів через фінансових посередників;
- 3) сферу грошових відносин, що виникають у процесі купівлі-продажу фінансових активів як зобов'язань економічних суб'єктів один перед одним щодо сплати боргів і доходів;
- 4) сукупність ринкових форм торгівлі фінансовими активами: іноземною валютою, цінними паперами, кредитами, депозитами, похідними фінансовими інструментами;
- 5) форму організації грошових засобів. Об'єктивною передумовою функціонування є неспівпадіння потреби у фінансових ресурсах з наявністю джерел задоволення цієї потреби у того чи іншого суб'єкта;
- 6) соціально-економічні умови формування пропозиції фінансово-грошових ресурсів, а також умови їх реалізації, використання та відтворення;
- 7) ринок, на якому відбувається перерозподіл тимчасово вільних грошових ресурсів через фінансових посередників на основі використання фінансових інструментів і надання фінансових послуг, що об'єднані формою фінансових продуктів, які є товаром на фінансову ринку;

Можна вважати, що фінансовий ринок – це місце, де зустрічаються ті, у кого у процесі економічної діяльності виникає потреба у грошових коштах для розширення їхньої діяльності, і ті, у кого накопичуються заощадження, що можуть бути використані для інвестицій. Таким чином, саме на цьому ринку відбувається переливання коштів від тих, хто має їх надлишок до тих, хто потребує інвестицій.

У цілому, поняття «фінансовий ринок» можна розглядати у двох аспектах – як сукупність інститутів (вужький підхід) і як систему економічних відносин (широкий підхід). Поєднавши ці підходи, можна визначити **фінансовий ринок** як сукупність учасників ринку та правовідносин між ними щодо формування, розподілу та перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів на основі взаємодії попиту та пропозиції фінансових інструментів.

Переходячи безпосередньо до сегментації фінансового ринку, варто відзначити, що більшість вчених-економістів дотримується укрупненого поділу цього ринку. Наприклад, виділяють кредитний ринок та ринок грошей, за організацією торгівлі – кредитний та ринок цінних паперів тощо. Ці види фінансового ринку дійсно є основними і практично повністю охоплюють сферу функціонування фінансового ринку, однак це не дозволяє провести розмежування їх ролі і місця у відтворювальному процесі.

Більш прийнятною у цьому аспекті є сегментація фінансового ринку за тривалістю залучення грошових коштів, або строками обігу фінансових інструментів. Такого підходу сьогодні дотримується більшість зарубіжних і вітчизняних дослідників, які сегментують цей ринок на грошовий ринок (ринку грошей) і ринок капіталів (рис. 1.1), а також Світовий банк і Міжнародний валютний фонд. Вважається, що на грошовому ринку здійснюються в основному короткострокові (від одного дня до одного року)

депозитно-ощадні операції, що обслуговують, головним чином, рух оборотного капіталу фірм, короткострокових ресурсів банків, установ, держави та приватних осіб. На ринку капіталів продають і купують довгострокові кредитні ресурси, а також цінні папери зі строком обігу більше року.

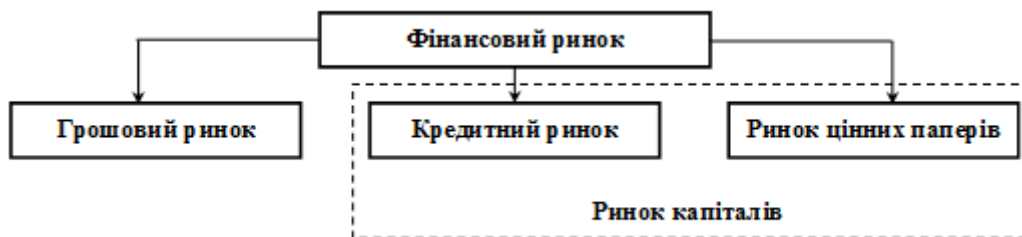


Рис. 1.1. Сегментація фінансового ринку за строками обігу фінансових інструментів

Категорії «фінансовий ринок» і «ринок капіталу» можна вважати тотожними, і структурувати їх за основною ознакою, тобто залежно від фінансових інструментів, на: а) кредитний ринок; б) ринок пайових цінних паперів; в) грошовий ринок. У його структурі виділяється також ринок похідних і структурованих фінансових інструментів.

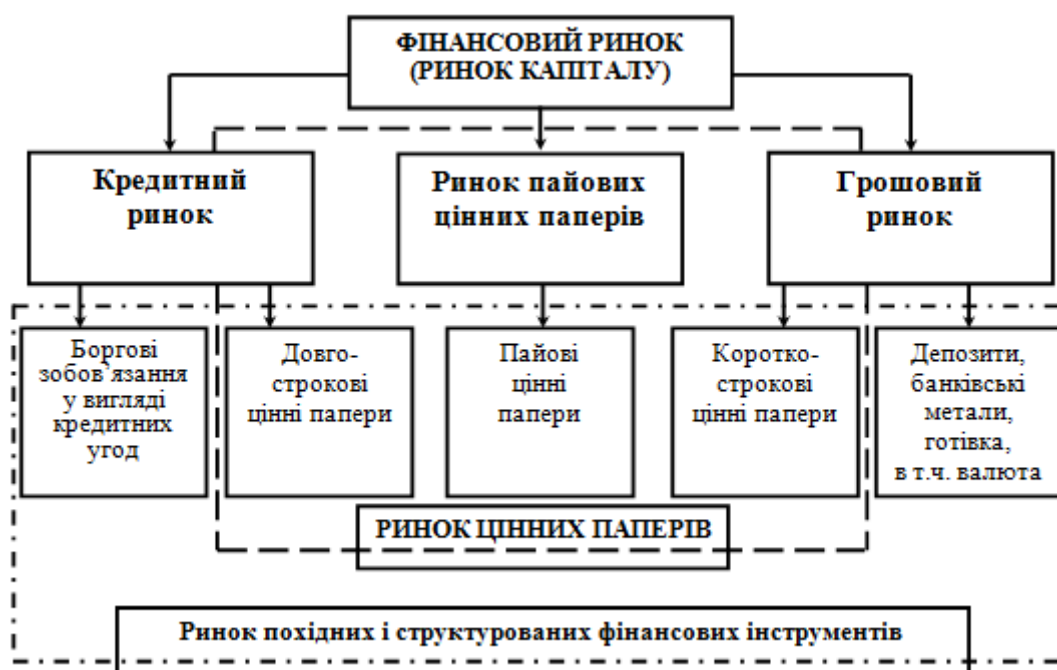


Рис. 1.2. Інструментальна сегментація сучасного фінансового ринку

На грошовому ринку обертаються грошові кошти та їх еквіваленти, а також високоліквідні фінансові інструменти: готівка і депозити; цінні папери (векселі, казначейські зобов'язання, депозитні сертифікати). Сюди ж входить і валютний ринок; кредитний ринок оперує борговими зобов'язаннями у вигляді угод (кредитні угоди; поруки; гарантійні листи; заставні; коносаменти; акредитиви), а також борговими цінними паперами, (облігації, ощадні сертифікати, іпотечні сертифікати). Ринок пайових цінних паперів є сферою торгівлі акціями, інвестиційними сертифікатами, іпотечними сертифікатами участі. Зважаючи, що цінні папери увійшли до складу грошового, кредитного ринку і ринку пайових цінних паперів, можна зробити висновок, що всі вони формують ринок цінних паперів.

Ринок похідних фінансових інструментів (деривативів) доцільно виділити в окремий ринок, оскільки він є похідним від інших ринків, що входять до складу фінансового. Базовими активами можуть бути цінні папери, валюта, фондові індекси тощо. Останнім часом на Заході розвитку набули структуровані фінансові інструменти, або квазігроші – особливі види боргових зобов'язань, що створені на основі сек'юритизації. Сек'юритизація передбачає формування пулу фінансових активів (наприклад, іпотечних кредитів або автокредитів) і створення або

структурування інших боргових цінних паперів, які потім продаються інвесторам. Найбільш поширеними видами структурованих фінансових інструментів є цінні папери, що забезпечені житловою іпотекою (mortgage-backed securities, RMBS), цінні папери, що забезпечені активами (asset-backed securities, ABS), та облігації, що забезпечені борговими зобов'язаннями (collateralized debt obligation, CDO). Все це дає змогу віднести ці інструменти разом з похідними фінансовими інструментами в окремий ринок. Їх роль на фінансовому ринку недооцінювати не можна, оскільки в сучасних умовах вони стали каталізаторами обвалу фінансових ринків і поширення глобальної фінансової кризи.

2. Класифікація фінансових ринків.

Торгівля та операції з фінансовими інструментами можуть здійснюватись у різних формах, що визначає розгалуженість та різноманітність фінансових ринків. Нині існують різні їх класифікації. Основними класифікаційними ознаками фінансово ринку є:

1. За рівнем розвитку інституційного середовища – *розвинуті ринки* (developed markets) та ринки, що розвиваються (emerging markets). Таку класифікацію було введено у 1980-і рр. за розробки концепції створення фондів і розвитку ринків капіталу в найменш розвинених регіонах світу, а автором поняття emerging markets став Антуан ван Агтмел.

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

Ринками, що розвиваються, зазвичай називають ринки, капіталізація яких складає менше 1/10 від світового рівня. Через швидке зростання ринків, що розвиваються, критерієм віднесення до них став останнім часом місячний обсяг торгів не менш ніж 2 млрд дол. і кількість зареєстрованих компаній не менше ніж 100. Оскільки дані критерії є досить умовними, більшість інвесторів орієнтуються на індекс Міжнародної фінансової корпорації (МФК), що містить найбільш повний перелік ринків, що розвиваються. Іншим важливим критерієм є наявність у таких ринків визначеного кредитного рейтингу. Крім того, для ринків, що розвиваються, характерним є: 1) висока частка іноземного спекулятивного капіталу; 2) обмеження на репатріацію прибутку іноземних інвесторів; 3) високі податки на прибуток іноземних компаній; 4) слабкість ринкової інфраструктури; 5) політична нестабільність.

2. За критерієм ефективності – ефективно слабкий, напівсильний і сильний фінансовий ринки.

Гіпотеза ефективного ринку (Efficient Market Hypothesis) пов'язана з ім'ям Нобелівського лауреата Ю. Фама (2013), який запропонував оцінювати ефективність ринку з точки зору процесу визначення цін та інформаційного забезпечення учасників, тобто ринок є ефективним, якщо ціни на фінансові інструменти на ньому повністю відбивають всю наявну інформацію, а в разі появи будь-яких нових даних, що спроможні вплинути на ціни, відбувається миттєва зміна цих останніх.

При цьому «*ефективний*» фінансовий ринок не можна плутати із «досконалим» (perfect) ринком, основні ознаки якого такі:

- інформація однаково доступна та безкоштовна для всіх учасників ринку;
- ціни не залежать від окремих покупців, продавців, емітентів;
- відсутні операційні видатки, що виникають при обігу цінних паперів (брокерські комісійні, винагороди, податки, збори тощо).

На ринку, що відповідає таким вимогам, кожен учасник має доступ до всієї відповідної інформації і діє раціонально. Якщо ринок у цьому плані буде досконалим, то і його ціновий механізм буде ефективним.

Існування ж ефективного ринку є більш реальним, ніж досконалим. Залежно від здатності ринку реагувати на певну інформацію існує три форми його ефективності.

3. За ступенем задоволення попиту (потреб) клієнтів – універсальний та неуніверсальний ринки.

Універсальним називається ринок, на якому попит клієнтів задовольняється повністю з незначними транзакційними витратами, тобто витратами на проведення угоди. Натомість **неуніверсальний ринок** створює проблеми для учасників щодо розміщення вільних ресурсів для постачальників капіталу і щодо мобілізації капіталу для тих, хто його потребує.

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

4. За територіальною ознакою – регіональний (місцевий, локальний), національний, міжнародний (глобальний, транснаціональний) ринки. Зазначена класифікація розкриває операційну ємність надання та користування фінансовими активами та інструментами у просторі.

Регіональний ринок функціонує в межах області або певного регіону. Місцевий (локальний) фінансовий ринок представлений в основному операціями учасників ринкових відносин з їх контрагентами — місцевими суб'єктами господарювання та населенням.

Національний фінансовий ринок являє собою ринкові відносини, що встановлюються та існують на території певної країни щодо фінансових інструментів, що випущені емітентами, які зареєстровані відповідно до законодавства цієї країни.

Міжнародним ринком, як правило, називаються ринки країн, на яких перебувають в обігу цінні папери, випущені іноземними емітентами. В іншому випадку, цим терміном можуть охоплюватися ринки, участь у яких вільно можуть приймати як національні інвестори, так і іноземні. Також поняттям «міжнародний ринок» можуть охоплюватися випадки, коли одні й ті ж самі цінні папери знаходяться в обігу на територіях різних країн.

5. За способом організації розміщення та наступного обігу фінансових інструментів – первинний та вторинний ринки.

Первинний ринок – це ринок, що обслуговує випуск (емісію) та первинне розміщення фінансових інструментів. На такому ринку учасниками завжди виступають емітенти та інвестори. Ринкова взаємодія між ними може бути безпосередньою або може здійснюватися через андерайтерів – професійних учасників ринку (торговців), які здійснюють розміщення (підписку, продаж) цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента.

Вторинний ринок є ринком, де відбувається купівля-продаж раніше випущених фінансових інструментів. Головною метою вторинного ринку є забезпечення ліквідності цих інструментів, тобто створення умов для найширшої торгівлі ними. Це, у свою чергу, надає можливості власникові фінансового інструменту реалізувати його у найкоротший строк за незначних варіаціях курсів та невисоких витратах на реалізацію. Дохід від продажу на цьому ринку належить не емітенту, як це має місце на первинному ринку, а власникам (інвесторам або дилерам), які виступають на вторинному ринку продавцями.

До вторинного ринку належать біржовий та позабіржовий ринки.

Біржовий ринок – це ринок торгівлі фінансовими інструментами (цінними паперами), що здійснюється на фондовій біржі як організаторі торгівлі. Це ринок з найвищим рівнем організації, що максимально сприяє мобільності капіталу та формуванню реальних ринкових цін на фінансові активи, що перебувають в обігу. Необхідно зазначити, що фондові біржі від свого імені або за дорученням клієнтів фінансові інструменти, що на них котируються, не купують і не продають. Їх призначення – створення та впровадження організаційної та технічної системи, які б надавали можливість швидко, впорядковано та ефективно укладати та виконувати угоди купівлі-продажу цих інструментів.

Позабіржовий ринок – це сфера обігу фінансових інструментів поза біржею. У більшості випадків на цьому ринку відбувається первинне розміщення, а також перепродаж інструментів тих емітентів, які не бажають чи з об'єктивних причин не можуть виставити свої

активи на біржу. Позабіржовий ринок організований торговцями, які можуть бути або не бути членами фондової біржі.

6. За формою організації торгівлі – публічний або комп'ютеризований ринки.

Публічний ринок – це традиційна форма торгівлі цінними паперами, коли продавці та покупці цінних паперів (зазвичай фінансові посередники) безпосередньо зустрічаються у певному місці й відбуваються публічні торги (як у випадку біржової торгівлі) або ведуться закриті торги, переговори, які за різними обставинами не підлягають широкому розголосу.

Комп'ютеризований ринок – це різноманітні форми торгівлі фінансовими інструментами на основі використання комп'ютерних мереж і сучасних засобів зв'язку.

7. За строками, на які укладаються угоди з фінансовими інструментами, – касовий та строковий ринки.

Касовий ринок (ринок «спот», ринок «кеш») – це ринок негайного виконання укладених угод, при цьому чисто технічно воно може розтягуватися на строк 1-3 днів за вимоги поставки самого фінансового інструменту у фізичному вигляді. **Строковий ринок цінних паперів** – це ринок із відстроченим, частіше всього на декілька місяців, виконанням угоди. Зазвичай традиційні інструменти (акції, облигації) обертаються на касовому, а контракти на похідні інструменти фінансового ринку – на строковому ринку.

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

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

Отримання плаваючих (дискретних) доходів пов'язується з впливом чинника ринкової невизначеності, наприклад, за венчурного інвестування, купівлі акцій або часток господарських товариств. Плаваючою є дохідність від портфельного управління фінансовими активами.

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

9. За характеристикою емітента – ринки корпоративних, муніципальних і державних фінансових інструментів.

Ринок корпоративних фінансових інструментів допомагає акумулювати фінансові ресурси для секторів фінансових і нефінансових корпорацій.

Ринок муніципальних фінансових інструментів пов'язаний переважно з розміщенням та обігом цінних паперів місцевих органів влади.

Ринок державних фінансових інструментів дозволяє вирішити дві важливі задачі: 1) мобілізація державою необхідних їй фінансових ресурсів і, зокрема, забезпечувати поповнення державного бюджету з наступним обслуговуванням державного боргу; 2) можливість регулювання процентної ставки в економіці.

3. Функції та роль фінансового ринку в економічних процесах.

1. **Функція забезпечення взаємодії покупців і продавців фінансових інструментів із забезпеченням встановлення рівноважних ринкових цін**, що пов'язана з суперечливою гіпотезою «ефективного ринку», а також з механізмами ціноутворення, розробленими економістами, що згадувались вище. Модель оцінювання капітальних активів, теорія арбітражного ціноутворення, модель Блека-Шоулза насамперед стосуються ціноутворення на фінансовому ринку.

Якщо аналізувати практичний механізм купівлі-продажу на фінансовому ринку, дія ціни рівноваги знаходить свій вираз у наступному. Покупець/інвестор, вкладаючи кошти, розраховує отримати максимальний прибуток (доход) за мінімальних витрат. Він віддає перевагу дохідним активам з найбільшою нормою прибутку на вкладений капітал. Ці фінансові активи приваблює велику масу капіталу, що приводить до структурних зрушень на фінансовому ринку. Попит на

фінансові інструменти починає перевищувати пропозицію, і їх ціна збільшується. Переливання грошових ресурсів у вказані інструменти та активи приведе, у підсумку, до розширення їх пропозиції і, як наслідок, - зниження ціни. Інвестиції ж спрямовуються до нових високоприбуткових видів інвестиційних товарів.

2. Функція впливу на економічний розвиток і згладжування (посилювання) амплітуди циклічних коливань. Наприклад, стверджується, що за умов розвинутого фінансового ринку змінність заощаджень (інвестицій і споживання) буде нижчою, ніж в економіці з зародковим його станом. У 1980-их рр. американськими економістами *Б. Бернанке* і *М. Гертлером* було запропоновано гіпотезу фінансового акселератора – спеціального механізму розповсюдження циклічних коливань через фінансовий ринок, зокрема ринок цінних паперів. Сутність у тому, що зовнішнє фінансування для фірм завжди обходиться дорожче за використання власного капіталу. Різниця у вартості цих видів ресурсів розглядається як премія за використання зовнішнього фінансування, що її сплачує позичальник. З покращенням фінансового становища останнього ця премія зменшується. При цьому фінансовий стан фірм залежить від реальних чинників, негативний шок у реальному секторі економіки може відтворюватись і посилюватись через ринок цінних паперів. Практика показує, що найбільш підпадають під експансію (рестрикцію) види економічної діяльності з високим ступенем залежності від зовнішніх ресурсів (малий та інноваційний бізнес). Зокрема, у галузях з часткою зовнішнього фінансування вище середнього економічний спад призводить до скорочення випуску на 1,5-3 %;

3. Інвестиційна функція, що є вихідною ознакою фінансового ринку, зміст якої по-різному трактувався різними економічними школами. Так, класична та рання неокласична школа вважали фінансовий ринок джерелом капіталу з виділенням таких його характеристик як процентна ставка та її впливу на економічні процеси. Вплив фінансового ринку і, зокрема, ринкової ставки було визначено не тільки на сферу виробництва, але і на заощадження, тобто підкреслювалося значення фінансового ринку в мікро- і макроекономіці.

4. Інноваційна функція, що вперше була повноцінно представлена у роботі *Й. Шумпетера* «Бізнес-цикл» (1939). Автор вважає, що інновації впроваджуються підприємцями для отримання прибутку та переходу на новий рівень розвитку економіки, проте вони не можуть бути профінансовані з власних коштів і потребують позичкового капіталу.

5. Функція створення нових фінансових продуктів, адже, як ще коли підкреслювалось *Й. Шумпетером*, інновації створюються не тільки підприємцями, а й банкірами: створення нових платіжних засобів і фінансових інструментів дозволяє збільшувати масштаби банківської діяльності та надавати більше кредитів. Він також застерігає від безвідповідальних інновацій і надлишків інвестицій, що неминуче призводять до рецесії, а згодом і до депресії. Аналогічні заяви можна знайти і в працях *Ф. Хайєка*, який виділяв зв'язок інфляції та фінансових інновацій. Слід зазначити, що у другій половині ХХ ст. фінансові інновації заохочувалися на державному рівні: голова Федеральної резервної системи США *А. Грінспен* в своїх виступах неодноразово заявляв про позитивний вплив інновацій у сфері споживчого кредитування на економіку США. Циклічність економічного зростання *Й. Шумпетера* та його застереження з приводу фінансових інновацій залишалися без належної уваги.

6. Спекулятивна функція, що стала виділятися дослідниками на початку ХХ ст. У 1900 р. *Л. Бачельєр* опублікував дисертацію за темою «Теорія спекуляції», в якій аналізувався рух у цін на акції з виокремленням феномену «випадкових блукань». Останній був проігнорований сучасниками, а спостереження *Л. Бачельєра* було оформлено в самостійну теорію «випадкових блукань» лише в 1960-і рр. *Л. Бачельєр*, роботи якого значно випереджали свій час, був одним із перших, хто почав вивчати проблематику утворення цін на фінансовому ринку з точки зору спекуляцій.

7. Функція ефективного розміщення капіталу, адже фінансовий ринок буде ефективним тоді, коли він розподілятиме фінансові ресурси у найбільш рентабельні проекти або дохідні фінансові інструменти. При цьому цей процес пов'язаний з певними витратами. Для того, щоб фінансувати найбільш прибуткові інвестиційні об'єкти, фінансові посередники здійснюють пошук і моніторинг альтернативних напрямів вкладень. У випадку виявлення об'єктів з

високою віддачею на вкладений капітал високі ризики можуть відштовхнути потенційних покупців/інвесторів. Отже, фінансовий ринок може розподілити ризики та спонукати своїх учасників вкладати кошти у високоризикові фінансові активи та інструменти з інноваційною складовою;

8. Функція активізації відтворення людського капіталу та стимулювання зниження рівня бідності. Це відтворення, з одного боку, забезпечується інвестуванням грошових коштів у високодохідні фінансові активи та інструменти, з іншого, – такий капітал адекватно реалізує свою креативність у створенні нових учасників фінансового ринку, інструментів тощо. Тому фінансовий ринок притягує одночасно і власників людського капіталу, а також сприяє прискореному накопиченню останнього. Як стимулятор зниження рівня бідності, цей ринок відіграє безпосередню роль у фінансуванні сфери соціального захисту через розміщення на ньому коштів недержавних пенсійних фондів та резервів страхових компаній.

9. Функція управління ризиками полягає в тому, що фінансовий ринок створює для економічних агентів механізми та можливості, які вони можуть використовувати для управління ризиками. Це механізми поділу, агрегування, диверсифікації ризиків, а також їх взаємної нейтралізації шляхом зустрічного та симетричного хеджування, а також передачі ризиків фінансовим посередникам. Ця функція сприяє зниженню фінансової невизначеності в економіці на основі оцінки ризиків та їх перерозподілу між учасниками ринку.

10. Функція розв'язання проблем стимулювання визначає взаємовідносини учасників фінансового ринку, що впливатиме на потенціал розвитку останнього. Розрізняють три види цих проблем – «моральний ризик» (безвідповідальність), «несприятливий відбір» і «комітент-комісіонер». Найбільш відомими авторами, які працюють у цій царині, є *Дж. Стігліц, В. Бенсівенга, Б. Сміт, Д. Даймонд, Д. Грінвуд* та інші.

11. Функція подолання асиметрії інформації відіграє важливу роль фінансовому ринку, особливо інформація про діяльність, фінансовий стан економічних агентів, ціни на фінансові інструменти. Саме тому у суспільстві формується так звана «коаліція власників інформації». Власне, банки як сховища універсального суспільного багатства зрослись з «банками даних». Це стало можливим завдяки новій інформаційній функції грошей, яку вони стали виконувати з переходом етапу паперових і запису на рахунках банків до електронного вигляду, а також новій функції самих банків – установ, що спеціалізуються на зборі й використанні інформації.

4. Сутність та види фінансових інструментів.

Фінансові інструменти є різноманітними фінансовими документами, що обертаються на ринку та мають грошову вартість. Вони поділяються на різні види в залежності від способів, цілей, методів, форм нагромадження коштів і відіграють найбільшу роль в організації та функціонуванні фінансового ринку.

Класифікація фінансових інструментів у Системі національних рахунків:

Монетарне золото – золото, що належить органам грошово-кредитного регулювання (або іншим суб'єктам, які знаходяться під їх фактичним контролем) і є резервним активом

Спеціальні права запозичення (СПЗ) – міжнародні резервні активи, що створюються Міжнародним валютним фондом (МВФ) і розподіляються серед його членів на додаток до наявних резервних активів.

Готівкова валюта – банкноти та монети, що мають фіксовану номінальну вартість і випущені або дозволені до випуску центральним банком або органами державного управління.

Переказні депозити – всі депозити, що можуть бути а) обмінені на банкноти і монети на вимогу за номінальною вартістю без штрафів або обмежень; б) безпосередньо використані для здійснення платежів чеком, переказом, поштовим переказом, списанням, зарахуванням або іншими засобами платежу.

Боргові цінні папери – це інструменти в обігу, що є свідченням борг (векселі, облігації, депозитні сертифікати у вільному обігу, комерційні папери, боргові зобов'язання, цінні папери, що забезпечені активами та інші подібні фінансові інструменти, що зазвичай підлягають торгівлі на фінансових ринках.

Позички – фінансові активи, що а) виникають, коли кредитор надає кошти безпосередньо дебітору і б) оформлюються документами, що відсутні в обігу.

Акціонерний капітал – всі інструменти та документи, що підтверджують вимоги назалишкову вартість активів корпорації або квазікорпорації після задоволення вимог усіх кредиторів. Включає: а) акції, що включені до лістингу; б) акції, що не включені до лістингу; в) інші види участі в капіталі.

Інвестиційні фонди – установи колективного інвестування, за допомогою яких інвестори об'єднують кошти для інвестування у фінансові або нефінансові активи.

Фонди грошового ринку – інвестиційні фонди, які інвестують виключно або переважно в короткострокові цінні папери грошового ринку, такі як казначейські векселі, депозитні сертифікатами і комерційні папери.

Акції та паї фондів грошового ринку є вимогою на частини вартості чистих активів заснованого фонду грошового ринку. Акції і паї інших інвестиційних фондів є вимогою на частину вартості чистих активів заснованого інвестиційного фонду за винятком фондів грошового ринку.

Страхові технічні резерви (крім резервів зі страхування життя) включають попередні виплати чистих страхових премій (крім премій зі страхування життя) і резерви для покриття нерегульованих вимог за страховими відшкодуваннями (крім відшкодувань зі страхування життя).

Права на отримання виплат зі страхування життя та ануїтетам – відображають обсяг фінансових вимог власників полісів до установ, що надають послуги зі страхування життя або виплати ануїтетів.

Права на пенсійні посібники – відображають обсяг фінансових вимог як теперішніх, так і майбутніх пенсіонерів до їх роботодавців або до фонду, що вибраний роботодавцем для виплати зароблених пенсій відповідно до умов трудового договору між роботодавцем і працівником.

Резерви для врегулювання вимог за стандартизованими гарантіями – складаються з попередніх чистих платежів і резервів, що необхідні для покриття нерегульованих вимог за стандартизованими гарантіями.

Похідні фінансові інструменти – фінансові інструменти, що пов'язані з конкретним фінансовим інструментом, або показником, або товаром, завдяки чому конкретні фінансові ризики можуть бути предметом обміну на фінансових ринках в їх власній якості.

Опціон на придбання акцій працівниками – це угода, що укладена на певну дату (дату гранту), згідно якою працівник може придбати певну кількість акцій роботодавця за встановленою ціною (ціною виконання) або у встановлений момент часу (дата передачі) абопротягом певного періоду часу (період використання), що наступає негайно за датою передачі.

Комерційні кредити та аванси – комерційні кредити на товари та послуги, що надаються корпораціям, органам державного управління, некомерційним організаціям, домашнім господарствам та іншому світу, і аванси за незавершену роботу (якщо вона таким чином класифікована у складі запасів матеріальних оборотних засобів) або за виконану роботу.

Інша дебіторська або кредиторська заборгованість (виключаючи комерційні кредити та аванси) – інша дебіторська та кредиторська заборгованість, крім описаної раніше, тобто не пов'язану з наданням товарів і послуг.

Питання класифікації, визнання, оцінки фінансових інструментів та розкриття інформації про них у фінансовій звітності розглядаються в МСБО 32 «Фінансові інструменти: розкриття та подання» і МСБО 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка». Цими стандартами визначено, що **фінансовий інструмент** – це будь-який контракт, який приводить до фінансового активу одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента капіталу іншого підприємства. Подібне визначення можна знайти і в українському П(С)БО 13 «Фінансові інструменти». Фінансовий інструмент – контракт, який одночасно приводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов'язання

або інструмента власного капіталу в іншого. Вони поділяються на фінансові активи, фінансові зобов'язання, інструменти власного капіталу та похідні фінансові інструменти.

Фінансові активи – це специфічні активи, тобто законні вимоги власників цих активів щодо отримання певного доходу в майбутньому.

Питання для самоконтролю

1. Які нобелівські лауреати досліджували проблематику фінансового ринку?
2. Як можна визначити сутність фінансового ринку?
3. Якою є традиційна сегментація фінансового ринку?
4. Як можна охарактеризувати місце ринку цінних паперів у складі фінансового ринку?
5. Чи можна виділяти страховий ринок у складі фінансового ринку?
6. У чому відмінність сучасних сегментацій фінансового ринку від запропонованих раніше?
7. Що є критерієм розмежування ринків на розвинуті і ті, що розвиваються?
8. У чому полягає Гіпотеза ефективності фінансового ринку?
9. Чи можна вважати фінансовий ринок України універсальним?
10. Які фінансові центри є сьогодні провідними на ринках капіталу?
11. Хто є суб'єктами первинного та вторинного ринків?
12. Чим відрізняється організований ринок від неорганізованого?
13. Які основні функції виконує фінансовий ринок в економіці?
14. У чому полягає інвестиційна функція фінансового ринку?
15. У чому полягає відмінність у фінансуванні економічних процесів через грошово-кредитний ринок і ринок цінних паперів?
16. Чому розв'язання проблем стимулювання виноситься ключовим завданням в економічних колах?
17. Чим відрізняється фінансовий інструмент від активу?
18. Як можна класифікувати фінансові інструменти за міжнародними стандартами і вітчизняною нормативно-правовою базою?
19. У чому полягає економічна та правова природа цінного паперу?
20. Якими є основні класифікаційні ознаки цінних паперів?

Рекомендована література:

Основна [8,19,20, 24,25,36, 40,41,42].

Допоміжна [48,49,50,55].

Інформаційні ресурси Інтернет [87-94].

Міжнародні видання [64,67,70,75].

ТЕМА 2. РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Мета – вивчити засади державного регулювання фінансового ринку, досягнути повноваження суб'єктів регулювання.

План лекційного заняття

1. Регулювання на фінансовому ринку: рівні та форми.
2. Державне регулювання та нагляд на фінансовому ринку.
3. Саморегулювання на фінансовому ринку.
4. Система розкриття інформації учасниками фінансового ринку.

Ключові терміни та поняття: державне регулювання, суб'єкти регулювання, саморегулювальні організації, норма резервування, рефінансування, адміністративне регулювання, нагляд, ліцензування, нормативне регулювання, об'єднання професійні, моделі регулювання, мегарегулятор, спліт, рівень регулювання, глобалізація.

1. Регулювання на фінансовому ринку: рівні та форми.

Потреба у регулюванні фінансового ринку зростає зумовлена обставинами, що підвищують фінансові ризики, зокрема:

1) купівля-продаж фінансових інструментів заснована на довірі клієнтів, а для її виправдання та гарантування збереження коштів останніх, важливо мінімізувати ризики фінансових інститутів;

2) сам ринок надзвичайно чутливий до будь-яких змін (позитивних і негативних), які призводить до волатильності процентних ставок, курсу валют, котировок акцій, що визначає ризики для усіх його учасників;

3) прийняття фінансових рішень учасниками ринку часто пов'язане з майбутнім часом, і така невизначеність також визначає ризики майбутніх доходів/збитків;

4) окремі учасники ринку володіють різною чи неповною інформацією, тобто існує асиметрія інформації, що ускладнює прийняття вірних рішень і заважає нормальному функціонуванню ринку.

Регулювання фінансового ринку – це процес цілеспрямованого впливу на будь-який об'єкт з боку суб'єкта-регулятора шляхом використання відповідних важелів і методів. Фінансовий ринок має складну структуру і включає до свого складу багато сегментів із відповідними видами фінансової та страхової діяльності, учасниками ринку та властивими їм ризиками становлять об'єкти регулювання цього ринку.

Об'єкти регулювання фінансового ринку – це його сегменти, зокрема кредитний, грошовий ринок, ринок цінних паперів, ринок похідних і структурованих фінансових інструментів, а також види фінансової та страхової діяльності: 1) надання фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення; 2) страхування, перестрахування та НПЗ, крім обов'язкового соціального страхування; 3) допоміжна діяльність у сферах фінансових послуг і страхування. Суб'єкти фінансового ринку, які підлягають регулюванню, представлені фінансовими посередниками, допоміжними та іншими фінансовими корпораціями.

Вагомим об'єктом регулювання на фінансовому ринку постають ризики, серед яких виокремлюють інвестиційні, кредитні, процентні, валютні, ризики ліквідності тощо.

Можна виділити чотири **рівні регулювання фінансового ринку** – мезо-, макро-, мікрорівень, саморегулювання.

Мезоекономічний рівень регулювання фінансового ринку – це комплекс методів та інструментів у сфері світових фінансових відносин (валютних, кредитних, інвестиційних тощо).

Макроекономічні механізми регулювання розробляються і приймаються вищими органами державної влади відповідно до основних принципів побудови фінансового ринку та відповідних обмежень. Органи-регулятори фінансового ринку в Україні здійснюють регулювання у контексті видів фінансової та страхової діяльності, а також відповідних послуг, зокрема щодо:

На **мікрорівні** можуть використовуватися власні, внутрішні механізми управління, що є загальноприйнятими у сфері фінансового ринку методами та моделями, але їх вибір і застосування визначається самими фінансовими корпораціями.

Щодо **саморегулювання** у фінансовому секторі, то має виконувати такі цілі: протидія фінансовим ризикам; покращення інфраструктури ринку капіталу; досягнення оптимального співвідношення між державним регулюванням і саморегулюванням.

Види регулювання фінансового ринку – ринкове та державне. **Ринкове регулювання** підпорядковане законам вартості та попиту і пропозиції, дія яких в умовах конкуренції забезпечує відповідність фінансових потоків потребам економіки. Через ціновий механізм та інформацію щодо цінової динаміки окремих фінансових продуктів формується інформація щодо попиту та можливості пропозиції на ці продукти. Відтак ринок виступає як саморегульована система. **Державне регулювання** доповнює ринкове саморегулювання та усуває його негативні наслідки. Проте і в умовах ринкового регулювання держава завжди залишає за собою право контролю та нагляду за функціонуванням ринку і його суб'єктами.

Щодо **моделей регулювання фінансових ринків**, то Групою Тридцяти (англ. *The Group of Thirty; G30*) – міжнародною організацією, що об'єднує провідних фінансистів та економістів, виділяються такі: 1) інституціональне; 2) функціональне; 3) поцільове («Твін-Пікс»); 4) інтегроване (мегарегулятор).

2. Державне регулювання та нагляд на фінансовому ринку.

Державне регулювання фінансового ринку – здійснення державою комплексу заходів щодо регулювання та нагляду за ринком з метою захисту інтересів його учасників і запобігання кризовим явищам.

Особливо це стосується **пруденційного нагляду** як складової частини загальної системи нагляду, що проводиться органами, які здійснюють державне регулювання ринків фінансових послуг, і базується на регулярному проведенні оцінки загального фінансового стану фінансової установи, результатів діяльності системи та якості управління нею, дотриманні обов'язкових нормативів та інших показників і вимог, що обмежують ризики за операціями з фінансовими активами.

Розрізняють макропруденційний та мікропруденційний нагляд. **Макропруденційний нагляд** вбачають у: 1) забезпеченні стійкості фінансової системи до економічних шоків агрегованого характеру; 2) мінімізації витрат у випадку реалізації системного ризику; 3) згладжуванні фінансового циклу: запобіганні формування «фінансових бульбашок»; 4) імплементації інструментів макропруденційної політики; 5) взаємодії з іншими органами-регуляторами у відповідній сфері.

Мікропруденційний нагляд – це сукупність упереджувальних заходів, метою яких є мінімізація витрат, що їх може понести певна частина учасників фінансового ринку у випадку реалізації одного або декількох видів фінансового ризику.

Національний банк України є центральним банком України, особливим центральним органом державного управління, юридичний статус, завдання, функції, повноваження і принципи організації якого визначаються Конституцією України, Законом України «Про Національний банк України» від 20.05.1999 № 679-XIV та іншими законами України.

Відповідно до Конституції України **основною функцією НБУ** є забезпечення стабільності грошової одиниці України. На її виконання він має виходити з пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі.

Форми регулювання банківської діяльності з боку НБУ (відповідно до Закону України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 № 2121-III):

I. **Адміністративне регулювання**: 1) реєстрація банків і ліцензування їх діяльності; 2) встановлення вимог та обмежень щодо діяльності банків; 3) застосування санкцій адміністративного чи фінансового характеру; 4) нагляд за діяльністю банків; 5) надання рекомендацій щодо діяльності банків.

II. **Індикативне регулювання**: 1) встановлення обов'язкових економічних нормативів; 2) визначення норм обов'язкових резервів для банків; 3) встановлення норм відрахувань до резервів на покриття ризиків від активних банківських операцій; 4) визначення процентної політики; 5) рефінансування банків; 6) кореспондентських відносин; 7) управління золотовалютними резервами, включаючи валютні інтервенції; 8) операцій з цінними паперами на відкритому ринку; 9) імпорту та експорту капіталу.

Метою банківського нагляду є стабільність банківської системи та захист інтересів вкладників і кредиторів банку щодо безпеки зберігання коштів клієнтів на банківських рахунках.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку – державний колегіальний орган, підпорядкований Президенту України, підзвітний Верховній Раді України.

Регуляторна діяльність і ліцензування НКЦПФР включає, власне, регуляторну діяльність, ліцензійну діяльність, а також реєстрацію емісій, корпоративне управління та регулювання діяльності Центрального депозитарія України.

Метою **регуляторної діяльності НКЦПФР** є вдосконалення та підвищення ефективності державного регулювання на фондовому ринку, сприяння реалізації єдиної державної політики з питань емісії та обігу цінних паперів, захист прав інвесторів та інших учасників фондового ринку. Основними напрямками її діяльності у сфері регулювання є: розробка проектів регуляторних актів на ринку цінних паперів; прийняття регуляторних актів; внесення змін та доповнень до регуляторних актів; здійснення аналізу регуляторного впливу регуляторних актів;

відстеження результативності прийнятих регуляторних актів. При здійсненні державної регуляторної політики НКЦПФР дотримується принципів послідовності, прозорості, відкритості та врахування громадської думки.

Нагляд на ринку цінних паперів включає: 1) контрольну діяльність; 2) фінансовий моніторинг; 3) правозастосування; 4) пруденційний нагляд; 5) моніторинг профучасників.

Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг – державний колегіальний орган, що підпорядкований Президенту України і підзвітний Верховній Раді України.

Основними напрямками пруденційного нагляду Нацкомфінпослуг є додержання встановлених критеріїв та нормативів щодо: ліквідності; капіталу та платоспроможності; прибутковості; якості активів та ризиковості операцій; якості систем управління та управлінського персоналу; додержання правил надання фінансових послуг.

Нацкомфінпослуг має право проводити в межах своїх повноважень перевірку (інспекцію) діяльності учасників ринків фінансових послуг (крім споживачів фінансових послуг), їх афілійованих та споріднених осіб. Вона може досліджувати дані про клієнта фінансової установи тільки з метою виконання завдань нагляду.

3. Саморегулювання на фінансовому ринку.

У загальному розумінні **саморегулювання** - це самостійна діяльність, що здійснюється суб'єктами господарської або професійної діяльності, і задачею якої є розробка та встановлення стандартів і правил зазначеної діяльності, а також контроль за дотриманням вимог зазначених стандартів і правил.

Саморегулювання здійснюється на умовах об'єднання суб'єктів господарської або професійної діяльності в саморегулювну організацію, які об'єднують професійних учасників фінансового ринку за видами діяльності, функціонують із метою створення ефективної системи регулювання та контролю їх діяльності, а також представлення та захисту інтересів перед регуляторами. В цілому, загальні цілі саморегулювання не відрізняються від цілей державного регулювання фінансових ринків і полягають у збереженні їх цілісності, прозорості й ефективності, а також у забезпеченні фінансової стабільності, зменшенні системних ризиків та захисті інтересів інвесторів.

Найбільш розвинутою є система саморегулювання на ринку цінних паперів. Так, відповідно до Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про об'єднання професійних учасників фондового ринку» від 27.12.2012 № 1925, **СРО професійних учасників фондового ринку** – неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність, крім депозитаріїв, утворене відповідно до критеріїв та вимог, встановлених НКЦПФР. **Об'єднання професійних учасників фондового ринку (ОПУ)** – неприбуткове об'єднання професійних учасників фондового ринку, які провадять професійну діяльність, а саме: з торгівлі цінними паперами, депозитарної діяльності та управління активами інституційних інвесторів.

З метою створення ефективної системи регулювання та контролю на ринку цінних паперів було утворено СРО та ОПУ ринку цінних паперів за видами діяльності, а саме: 1) *Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД)* – депозитарна діяльність; 2) *Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ)* – діяльність з управління активами; 3) *Асоціація «Українські фондові торгівці»* – діяльність з торгівлі цінними паперами.

Відповідно до Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.2001 № 2664-III, **саморегулювну організацію на ринку фінансових послуг** – неприбуткове об'єднання фінансових установ, створене з метою захисту інтересів своїх членів та інших учасників ринків фінансових послуг та якому делегуються відповідними державними органами, що здійснюють регулювання ринків фінансових послуг, повноваження щодо розроблення і впровадження правил поведінки на ринках фінансових послуг та/або сертифікації фахівців ринку фінансових послуг. Законами України з питань регулювання ринків

фінансових послуг можуть бути передбачені додаткові повноваження, які можуть делегуватися СРО.

Об'єднана кредитна спілка – це неприбуткова організація, заснована кредитними спілками на кооперативних засадах з метою сприяння фінансовій стабільності кредитних спілок та об'єднання тимчасово вільних коштів своїх членів для їх взаємкредитування. Мінімальна кількість її учасників має бути не менше десяти кредитних спілок. Кредитна спілка може бути учасником лише однієї об'єднаної кредитної спілки. Діяльність останньої базується на таких основних принципах: добровільність вступу та свобода виходу з Об'єднаної кредитної спілки; рівноправність членів Об'єднаної кредитної спілки; самоврядування; гласність.

Найпоширенішими СРО НПЗ є *«Національна асоціація недержавних пенсійних фондів України та адміністраторів НПФ»* і *«Українська асоціація адміністраторів пенсійних фондів»*, активним учасником яких є ТОВ «Адміністратор пенсійного резерву», яке було створено у 2007 р. і яке адмініструє сім відкритих НПФ, впроваджує концепцію регіонального недержавного пенсійного фонду і є учасником програми «Академія пенсійної реформи».

На інших ринках фінансових послуг офіційно працюють *Всеукраїнська асоціація ломбардів, Українське об'єднання лізингодавців та Асоціація «Всеукраїнська асоціація фінансових компаній»*.

Вперше в Україні створено СРО арбітражних керуючих – *ГО «Асоціація антикризового менеджменту»* та *ГО «Національна саморегульвна організація арбітражних керуючих»*. Арбітражний керуючий – фізична особа, призначена господарським судом у встановленому порядку в справі про банкрутство як розпорядник майна, керуючий санацією або ліквідатор з числа осіб, які отримали відповідне свідоцтво і внесені до Єдиного реєстру арбітражних керуючих (розпорядників майна, керуючих санацією, ліквідаторів) України.

Потужним сегментом ринку фінансових послуг, який регулюється Нацкомфінпослуг, є ринок страхових послуг. Але офіційно даний ринок не має жодної саморегульвної організації. На статус СРО претендують *Ліга страхових організацій України (ЛСОУ), Асоціація «Страховий бізнес», Українська федерація страхування, Українська федерація забезпечення, Моторне (транспортне) страхове бюро України, Товариство актуаріїв України, Ядерний страховий пул*.

У сфері банківської діяльності неофіційно діє п'ять СРО, зокрема *Асоціація українських банків, Український Кредитно-Банківський Союз, Форум провідних міжнародних фінансових інститутів, Українська національна іпотечна асоціація та Українська міжбанківська асоціація членів платіжних систем «ЄМА»*.

4. Система розкриття інформації учасниками фінансового ринку.

Розкриття інформації учасниками фінансового ринку є важливим процесом розвитку фінансового ринку, підвищення рівня його транспарентності, передбачуваності та контрольованості. Одночасно розкриття інформації учасниками фінансового ринку дозволяє знижувати рівень інформаційної асиметрії на фінансовому ринку, що сприяє зниженню рівня фінансового ризику та проводити ефективне управління інвестиційними портфелями.

Головною дієвою особою фінансового ринку є покупець фінансових ресурсів/ послуг, що дає йому право на отримання відповідної інформації.

Відповідно до Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.2001 № 2664-III, **клієнт має право доступу до інформації щодо діяльності фінансової установи**. Фінансові установи зобов'язані на вимогу клієнта в порядку, передбаченому Законом України «Про доступ до публічної інформації» від 13.01.2011 № 2939-VI, надати таку інформацію:

- 1) відомості про фінансові показники діяльності фінансової установи та її економічний стан, які підлягають обов'язковому оприлюдненню;
- 2) перелік керівників фінансової установи та її відокремлених підрозділів;
- 3) перелік послуг, що надаються фінансовою установою;
- 4) ціну/тарифи фінансових послуг;

5) кількість акцій фінансової установи, які знаходяться у власності членів її виконавчого органу, та перелік осіб, частки яких у статутному капіталі фінансової установи перевищують 5 %;

6) іншу інформацію з питань надання фінансових послуг та інформацію, право на отримання якої закріплено в законах України.

Фінансова установа до укладення з клієнтом договору про надання фінансової послуги додатково надає йому інформацію про:

– фінансову послугу, що пропонується, із зазначенням вартості цієї послуги для клієнта, якщо інше не передбачено законами з питань регулювання окремих ринків фінансових послуг;

– умови надання додаткових фінансових послуг та їх вартість;

– порядок сплати податків і зборів за рахунок фізичної особи в результаті отримання фінансової послуги;

– правові наслідки та порядок здійснення розрахунків з фізичною особою внаслідок дострокового припинення надання фінансової послуги;

– механізм захисту фінансовою установою прав споживачів та порядок урегулювання спірних питань, що виникають у процесі надання фінансової послуги;

– реквізити органу, який здійснює державне регулювання ринків фінансових послуг (адреса, номер телефону тощо), а також реквізити органів з питань захисту прав споживачів;

– розмір винагороди фінансової установи у разі, коли вона пропонує фінансові послуги, що надаються іншими фінансовими установами.

Інформація, що надається клієнту, повинна забезпечувати правильне розуміння суті фінансової послуги без нав'язування її придбання.

Фінансова установа до укладення з клієнтом договору про надання фінансової послуги додатково надає йому інформацію про:

– фінансову послугу, що пропонується, із зазначенням вартості цієї послуги для клієнта, якщо інше не передбачено законами з питань регулювання окремих ринків фінансових послуг;

– умови надання додаткових фінансових послуг та їх вартість;

– порядок сплати податків і зборів за рахунок фізичної особи в результаті отримання фінансової послуги;

– правові наслідки та порядок здійснення розрахунків з фізичною особою внаслідок дострокового припинення надання фінансової послуги;

– механізм захисту фінансовою установою прав споживачів та порядок урегулювання спірних питань, що виникають у процесі надання фінансової послуги;

– реквізити органу, який здійснює державне регулювання ринків фінансових послуг (адреса, номер телефону тощо), а також реквізити органів з питань захисту прав споживачів;

– розмір винагороди фінансової установи у разі, коли вона пропонує фінансові послуги, що надаються іншими фінансовими установами.

Інформація, що надається клієнту, повинна забезпечувати правильне розуміння суті фінансової послуги без нав'язування її придбання.

Банківська таємниця – інформація щодо діяльності та фінансового стану клієнта, яка стала відомою банку у процесі обслуговування клієнта та взаємовідносин з ним чи третім особам при наданні послуг банку.

Банківською таємницею, зокрема, є:

1) відомості про банківські рахунки клієнтів, у тому числі кореспондентські рахунки банків у НБУ;

2) операції, які були проведені на користь чи за дорученням клієнта, здійснені ним угоди;

3) фінансово-економічний стан клієнтів;

4) системи охорони банку та клієнтів;

5) інформація про організаційно-правову структуру юридичної особи - клієнта, її керівників, напрями діяльності;

6) відомості стосовно комерційної діяльності клієнтів чи комерційної таємниці, будь-якого проекту, винаходів, зразків продукції та інша комерційна інформація;

7) інформація щодо звітності по окремому банку, за винятком тієї, що підлягає опублікуванню;

8) коди, що використовуються банками для захисту інформації;

9) інформація про фізичну особу, яка має намір укласти договір про споживчий кредит, отримана під час оцінки її кредитоспроможності.

Щодо **розкриття інформації на ринку цінних паперів**, то воно здійснюється насамперед емітентами цінних паперів шляхом: розміщення її в загальнодоступній інформаційній базі даних НКЦПФР про ринок цінних паперів; опублікування її в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України або НКЦПФР; подання її до НКЦПФР.

Особливу роль на ринку цінних паперів відіграє **інсайдерська інформація** – неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, у разі якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних (деривативів), та яка підлягає оприлюдненню.

Питання для самоконтролю

1. У чому полягає об'єктивна необхідність регулювання фінансового ринку?
2. Як можна охарактеризувати сутність фінансового ринку як об'єкту регулювання?
3. Що можна віднести до об'єктів регулювання на фінансовому ринку?
4. Які основні моделі регулювання фінансового ринку існують у сучасних умовах?
5. Які види регулювання виділяються на фінансовому ринку?
6. Які рівні регулювання чинять найсуттєвіший вплив на функціонування фінансового ринку?
7. Яка модель регулювання фінансового ринку існує в Україні? Які її позитивні та негативні риси?
8. У чому полягає мегарегулювання фінансового ринку? Яка роль у цьому мегарегулятора?
9. Як процеси глобалізації впливають на регулювання національних фінансових ринків?
10. У чому полягає сутність державного регулювання фінансового ринку?
11. Якими є основні стратегії та механізми державного регулювання фінансового ринку?
12. Як можна охарактеризувати стратегію державного регулювання фінансового ринку в Україні?
13. Що означає нагляд на фінансовому ринку? Якими є основні підвалини макро- і мікропруденційного нагляду?
14. Які державні інститути здійснюють регулювання фінансового ринку в Україні? У чому їх специфіка?
15. У чому полягає сутність процесу саморегулювання на фінансовому ринку?
16. Які СРО офіційно та неофіційно працюють на фінансовому ринку України.
17. У чому полягають основні повноваження ОПУ та СРО?
18. Чим відрізняється діяльність ОПУ від СРО?
19. У чому полягає необхідність розкриття інформації на фінансовому ринку?
20. Які основні вимоги до оприлюднення інформації висуваються до учасників фінансового ринку в Україні?

Рекомендована література:

Основна [3,4,7,11, 12,16,19,21, 24,25, 36].

Допоміжна [43,47, 54,55,59].

Інформаційні ресурси Інтернет [87-94].

Міжнародні видання [65,69,70,71].

ТЕМА 3. СУБ'ЄКТИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Мета – ознайомитись із особливостями реалізації професійної діяльності суб'єктами фінансового ринку.

План лекційного заняття

1. Суб'єкти фінансового ринку та їх класифікація.

2. Депозитні та недепозитні фінансові посередники.
3. Допоміжні та інші фінансові корпорації.
4. Моделі фінансових ринків за суб'єктним підходом.

Ключові терміни та поняття: суб'єкти фінансового ринку, учасники ринку, фінансові посередники, фінансове посередництво, фінансові установи, фінансові інститути, фінансові корпорації, не фінансові корпорації, кредитна спілка, банк, інвестиційний фонд. Ломбард, страхова компанія, фінансова компанія, депозитарна система, небанківські фінансово-кредитні інститути.

1. Суб'єкти фінансового ринку та їх класифікація.

Основною ланкою будь-якої економіки є інституційна одиниця – суб'єкт господарювання, який самостійно приймає рішення, що стосуються його економічної діяльності, розпоряджається своїми матеріальними та фінансовими ресурсами, розробляє повний набір бухгалтерських рахунків. Такі одиниці, що є однорідними з точки зору функцій, які вони виконують в економічному процесі, та способу фінансування витрат, групуються у п'ять секторів:

1) *нефінансові корпорації* – інституційні одиниці, основною діяльністю яких є виробництво ринкових товарів чи надання нефінансових послуг; 2) *фінансові корпорації* – всі корпорації, які спеціалізуються на фінансових послугах чи допоміжній фінансовій діяльності;

3) *сектор загального державного управління* – юридичні особи, для яких основною діяльністю є виконання функцій законодавчої, виконавчої або судової влади відносно інших інституційних одиниць у межах певної території;

4) *домашні господарства* – наймані працівники, роботодавці, самостійно зайняті працівники, одержувачі доходу від власності та трансфертів;

5) *некомерційні організації (НКО), що обслуговують домашні господарства* – політичні партії та інші громадські організації, благодійні організації і фонди, соціально-культурні підрозділи нефінансових і фінансових корпорацій, які надають неринкові товари та послуги домашнім господарствам без оплати або за цінами, що не мають економічного значення.

I. Фінансові посередники – інституційні одиниці, які беруть зобов'язання від свого імені з метою придбання фінансових активів шляхом здійснення фінансових операцій на ринку. Вони є депозитними та недепозитними фінансовими корпораціями, призначенням яких є ефективне накопичення, управління та перерозподіл фінансових ресурсів шляхом виробництва фінансових послуг. Вони включають такі підсектори:

1. *Національний банк України;*

2. *Корпорації, які приймають депозити* – фінансові посередники, які приймають зобов'язання у формі депозитів або фінансових інструментів (наприклад, короткострокових депозитних сертифікатів), що є близькими аналогами депозитів. У цю групу в Україні входять банківські установи та кредитні спілки;

3. *Інститути спільного інвестування* (фонди грошового ринку, інвестиційні фонди негрошового ринку);

4. *Інші фінансові посередники, крім страхових корпорацій та недержавних пенсійних фондів*, – інституційні одиниці, які надають фінансові послуги від свого імені і затверджених у формі, що відрізняється від грошей, депозитів або близьких аналогів депозитів, з метою придбання фінансових активів шляхом фінансових операцій на ринку. Сюди увійшли: інші кредитні установи; юридичні особи публічного права; фінансові компанії. Що стосується фірм венчурного капіталу та розвитку, які поширені в світі та входять до цього підсектору, то в Україні вони відсутні та підміняються поняттям венчурного фонду як різновиду інституту спільного інвестування;

5. *Страхові компанії;*

6. *Недержавні пенсійні фонди.*

II. Допоміжні фінансові корпорації та некомерційні організації – інституційні одиниці, які займаються видами діяльності, що пов'язані з операціями з фінансовими активами та зобов'язаннями або з наданням регулюючого контексту для цих операцій, але за обставин, які

не передбачають, що допоміжна корпорація набуває у власність фінансові активи та зобов'язання, які є предметом операцій. Діяльність, що є допоміжною для посередницької, може здійснюватися як вторинна традиційними фінансовими посередниками або окремими спеціалізованими допоміжними фінансовими одиницями, які не займаються як своєю основною діяльністю мобілізацією коштів або наданням кредитів за свій рахунок.

До допоміжних фінансових корпорацій віднесені суб'єкти, які займаються допоміжною діяльністю у сфері:

а) *ринку цінних паперів* (брокери з цінних паперів і похідних, управляючі цінними паперами, андеррайтери, компанії з управління активами, депозитарії, депозитарні установи, організатори торгівлі, клірингові установи);

б) *страхування та недержавного пенсійного забезпечення* (страхові агенти; страхові та перестрахові брокери; аварійні комісари; актуарії; адміністратори недержавних пенсійних фондів; консультанти зі страхування та недержавного пенсійного забезпечення);

в) *інформаційних послуг* (бюро кредитних історій, рейтингові агентства, інформаційні агентства, незалежні фінансові консультанти, інвестиційні радники, фінансові аналітики);

г) *регулювання фінансової та страхової діяльності* (саморегулювні організації та об'єднання професійних учасників).

III. Інші фінансові корпорації – інституційні одиниці, які надають фінансові послуги, але більшість їх активів або зобов'язань не торгуються на відкритих фінансових ринках. До них віднесено кептивні фінансові установи та лихварі (в Україні – лише кептивні фінансові корпорації) – інституційні одиниці, які надають фінансові послуги, і у яких більша частина активів або зобов'язань не бере участі в операціях на відкритих фінансових ринках. До них можна віднести: довірчі товариства; холдингові компанії; дочірні фірми, які заробляють капітал на відкритих ринках для материнських компаній; інституційні одиниці, які надають фінансові послуги за власні або надані кошти клієнтам і несуть ризики неповернення позики, зокрема ломбарди.

Фінансове посередництво – це вид економічної діяльності, в процесі якої інституційна одиниця (депозитна або недепозитна фінансова корпорація) мобілізує кошти шляхом прийняття зобов'язань за власний рахунок із метою спрямування цих коштів іншим інституційним одиницям шляхом кредитування або придбання фінансових активів іншим способом. Відповідно **фінансові посередники** – це депозитні та недепозитні фінансові корпорації, призначенням яких є ефективне нагромадження, управління та перерозподіл фінансових ресурсів через виробництво фінансових послуг.

2. Депозитні та недепозитні фінансові посередники.

До депозитних фінансових посередників можна віднести центральний банк, банки та кредитні спілки.

Центральний банк, або «банк банків», наділений монопольним правом грошової емісії, регулювання грошового обігу, кредиту та валютного курсу. З приводу його включення до сектору фінансових корпорацій і, зокрема фінансових посередників, у документах ООН щодо СНР уточнюється, що у тих випадках, коли цей банк пов'язаний з урядом у фінансовому відношенні, управляється та контролюється урядом країни і є частиною системи державного управління, його необхідно включати не до сектору фінансових корпорацій, а до сектору органів державного управління.

Банк – юридична особа, яка на підставі банківської ліцензії має виключне право надавати банківські послуги, відомості про яку внесені до Державного реєстру банків. **Банк з іноземним капіталом** – банк, у якому частка капіталу, що належить хоча б одному іноземному інвестору, становить не менше 10 %.

Банки в Україні створюються у формі акціонерного товариства або кооперативного банку.

Можуть бути створені і державні банки. **Державний банк** – це банк, 100 % статутного капіталу якого належить державі. Він створюється за рішенням Кабінету Міністрів України. При цьому в законі про Державний бюджет України на відповідний рік передбачаються витрати

на формування статутного капіталу державного банку. Кабінет Міністрів України зобов'язаний отримати позитивний висновок НБУ з приводу наміру заснування державного банку.

Види діяльності банку – банківські та інші фінансові послуги (крім послуг у сфері страхування), а також здійснення іншої діяльності, що визначена Законом «Про банки і банківську діяльність». Банк має право здійснювати банківську діяльність на підставі банківської ліцензії шляхом надання банківських послуг.

Банківська діяльність – залучення у вклади грошових коштів фізичних і юридичних осіб та розміщення зазначених коштів від свого імені, на власних умовах та на власний ризик, відкриття і ведення банківських рахунків фізичних та юридичних осіб

Банківські послуги включають: а) залучення у вклади (депозити) коштів та банківських металів від необмеженого кола юридичних і фізичних осіб; б) відкриття та ведення поточних (кореспондентських) рахунків клієнтів, у тому числі у банківських металах, та рахунків умовного зберігання (ескроу); в) розміщення залучених у вклади (депозити), у тому числі на поточні рахунки, коштів та банківських металів від свого імені, на власних умовах та на власний ризик.

Кредитна спілка – неприбуткова організація, заснована фізичними особами, професійними спілками, їх об'єднаннями на кооперативних засадах з метою задоволення потреб її членів у взаємному кредитуванні та наданні фінансових послуг за рахунок об'єднаних грошових внесків членів кредитної спілки. Кредитна спілка є фінансовою установою, виключним видом діяльності якої є надання фінансових послуг.

Кредитна спілка є юридичною особою, має самостійний баланс, банківські рахунки, які відкриває та використовує згідно із законодавством у самостійно обраних банківських установах, а також може мати печатки та бланки, власну символіку. Створюється на підставі рішення установчих зборів. Чисельність її засновників (членів) не може бути менше ніж 50 осіб, які можуть бути членами спілки та об'єднані хоча б за однією з таких ознак: мають спільне місце роботи чи навчання або належать до однієї професійної спілки, об'єднання професійних спілок, іншої громадської чи релігійної організації або проживають в одному селі, селищі, місті, районі, області.

До основних **недепозитних фінансових посередників** віднесено: страхові компанії; недержавні пенсійні фонди; інститути спільного інвестування; інші кредитні установи; юридичні особи публічного права; фінансові компанії

Страховики, які мають право здійснювати страхову діяльність на території України, включають:

1) фінансові установи, що створені у формі акціонерних, повних, командитних товариств або товариств з додатковою відповідальністю, з урахуванням того, що учасників кожної з таких фінансових установ повинно бути не менше трьох, а також одержали у встановленому порядку ліцензію на здійснення страхової діяльності;

2) зареєстровані Нацкомфінпослуг постійні представництва у формі філій іноземних страхових компаній, які також одержали у встановленому порядку ліцензію на здійснення страхової діяльності.

Предметом безпосередньої діяльності страховика може бути лише страхування, перестрахування і фінансова діяльність, пов'язана з формуванням, розміщенням страхових резервів та їх управлінням.

Страхування – це вид цивільно-правових відносин щодо захисту майнових інтересів фізичних осіб та юридичних осіб у разі настання певних подій (страхових випадків), визначених договором страхування або чинним законодавством, за рахунок грошових фондів, що формуються шляхом сплати фізичними особами та юридичними особами страхових платежів (страхових внесків, страхових премій) та доходів від розміщення коштів цих фондів.

Страховальники – юридичні особи та дієздатні фізичні особи, які уклали із страховиками договори страхування або є страховальниками відповідно до законодавства України.

Пенсійний фонд – це фінансова установа, що акумулює внески найманих працівників і /або підприємців, управляє цими коштами, а згодом – при виході працівника на пенсію –

виплачує йому всю суму одноразово або забезпечує довічну пенсію. Одночасно ці акумульовані внески використовуються як інвестиційні ресурси.

Недержавний пенсійний фонд (НПФ) – юридична особа, яка має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та провадить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників НПФ з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду.

Учасник НПФ – фізична особа, на користь якої сплачуються (сплачувалися) пенсійні внески до НПФ та яка має право на отримання пенсійних виплат або отримує такі виплати з НПФ згідно із цим Законом;

Пенсійна виплата – грошова виплата учасникові недержавного пенсійного забезпечення або його спадкоємцям, що здійснюється за рахунок накопичених у НПФ та облікованих на індивідуальному пенсійному рахунку грошових коштів.

Вкладник НПФ – особа, яка сплачує пенсійні внески на користь учасника шляхом перерахування грошових коштів до НПФ відповідно до умов пенсійного контракту та закону.

З усіх фінансових посередників **інститути спільного інвестування (ІСІ)** відрізняються тим, що вони є найтипівішим прикладом суміщення діяльності емітента та інституційного інвестора на основі субституції (взаємозаміні) цінних паперів, що котируються на ринку, і власних цінних паперів. Ці інститути продають інвесторам свої акції та інвестиційні сертифікати, а дохід від їх продажу інвестують у портфелі фінансових інвестицій за принципом диверсифікації.

Відповідно до чинного законодавства, **інститут спільного інвестування** – корпоративний або пайовий фонд. **Корпоративний фонд (КІФ)** – юридична особа, яка утворюється у формі акціонерного товариства і провадить виключно діяльність із спільного інвестування. **Пайовий фонд (ПІФ)** – сукупність активів, що належать учасникам такого фонду на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються нею окремо від результатів її господарської діяльності.

Активи ІСІ – сформована за рахунок коштів ІСІ сукупність майна, корпоративних прав, майнових прав і вимог та інших активів, передбачених законами та нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

До фінансових посередників відносять також так звані «**інші кредитні установи**», які можуть провадити діяльність з надання фінансових кредитів за рахунок залучених коштів (у тому числі здійснювати іпотечне кредитування). При цьому **кредитна установа** – фінансова установа, яка відповідно до закону має право за рахунок залучених коштів надавати фінансові кредити на власний ризик. Відповідно **фінансовий кредит** – кошти, що надаються у позику юридичній або фізичній особі на визначений строк та під процент.

Фінансова установа-юридична особа публічного права – фінансова установа, яка створюється розпорядчим актом Президента України, органу державної влади або органу місцевого самоврядування й уповноважена надавати фінансові послуги.

Фінансова компанія – фінансова установа, яка надає фінансові послуги, державне регулювання яких відповідно до законодавства віднесено до компетенції Нацкомфінпослуг, та яка не є страховиком, фінансовою установою, яка надає послуги з накопичувального пенсійного забезпечення, фінансовою установою-юридичною особою публічного права, а також кредитною установою, у тому числі кредитною спілкою та ломбардом.

3. Допоміжні та інші фінансові корпорації.

До **допоміжних фінансових корпорацій** віднесені суб'єкти, які займаються допоміжною діяльністю у сфері а) ринку цінних паперів, б) страхування та недержавного пенсійного забезпечення, в) інформаційних послуг, г) регулювання фінансової та страхової діяльності

Основними допоміжними структурами у **сфері ринку цінних паперів** є брокери з цінних паперів і похідних, управляючі цінними паперами, андеррайтери, компанії з управління активами, депозитарії, депозитарні установи, організатори торгівлі, клірингові установи. Всі вони у своїй діяльності керуються Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV і підпадають під визначення **професійної діяльності на ринку цінних**

паперів – діяльності акціонерних товариств і товариств з обмеженою відповідальністю з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення та обігу цінних паперів, обліку прав на цінні папери та прав за цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів. До неї віднесено: діяльність з торгівлі цінними паперами; діяльність з управління активами інституційних інвесторів; депозитарну діяльність; клірингову діяльність; діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку.

Діяльність з торгівлі цінними паперами провадиться торговцями цінними паперами, які створюються у формі господарського товариства та для яких операції з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами є виключним видом діяльності, а також банками. Торговець цінними паперами може провадити дилерську діяльність, якщо має сплачений коштом статутний капітал у розмірі не менш як 500 тис. грн, брокерську діяльність – не менш як 1 млн грн, андеррайтинг або діяльність з управління цінними паперами – не менш як 7 млн грн.

Брокерська діяльність – укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема на підставі договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи.

Дилерська діяльність – укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу. Зазначене і не дає змоги віднести дилерів до допоміжних суб'єктів ринку цінних паперів: вони не співпрацюють з клієнтами.

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

Діяльність з управління цінними паперами – діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами, іншими фінансовими інструментами та коштами, призначеними для інвестування в цінні папери та інші фінансові інструменти, а також отриманими у процесі управління цінними паперами, іншими фінансовими інструментами і коштами в інтересах установника управління або визначених ним третіх осіб. Торговець цінними паперами має право укласти договори про управління цінними паперами з фізичними та юридичними особами. При цьому сума договору про управління цінними паперами з одним клієнтом-фізичною особою має становити не менше суми, еквівалентної 100 мінімальним заробітним платам.

Діяльність з управління активами інституційних інвесторів – професійна діяльність учасника ринку цінних паперів – компанії з управління активами (КУА), що провадиться нею за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів (з ліцензіями на управління активами ІСІ, НПФ або ІСІ та НПФ (рис. 3.4). Така діяльність регулюється спеціальним законодавством, а саме Законами України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 № 5080-VI, «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 № 1057-IV, а також Рішенням НКЦПФР «Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів» від 06.08.2013 № 1414.

Депозитарна діяльність – діяльність професійних учасників депозитарної системи України та Національного банку України щодо надання послуг із зберігання та обліку цінних паперів, обліку і обслуговування набуття, припинення та переходу прав на цінні папери і прав за цінними паперами та обмежень прав на цінні папери на рахунках у цінних паперах депозитарних установ, емітентів, депозитаріїв-кореспондентів, осіб, які провадять клірингову діяльність, Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках, депонентів, а також надання інших послуг відповідно до законодавства

Клірингова діяльність – діяльність з визначення зобов'язань, що підлягають виконанню за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, підготовка документів

(інформації) для проведення розрахунків, а також створення системи гарантій з виконання зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів. *Кліринг* – це визначення взаємних зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку – діяльність фондової біржі із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно пропозицій цінних паперів та інших фінансових інструментів і попиту на них, проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів згідно з правилами біржі. Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку може включати здійснення клірингу та розрахунків за фінансовими інструментами, іншими, ніж цінні папери.

Основними допоміжними структурами у сфері страхування та недержавного пенсійного забезпечення є страхові агенти, страхові та перестрахові брокери, аварійні комісари, актуарії, адміністратори недержавних пенсійних фондів, консультанти зі страхування та недержавного пенсійного забезпечення.

Основними допоміжними структурами у сфері інформаційних послуг на фінансовому ринку є бюро кредитних історій, рейтингові агентства, інформаційні агентства, незалежні фінансові консультанти, інвестиційні радники, фінансові аналітики.

Бюро кредитних історій – юридична особа, виключною діяльністю якої є збір, оброблення, зберігання, захист і використання інформації, що складає кредитну історію, а у своїй діяльності керується Законом України «Про організацію формування та обігу кредитних історій» від 23.06.2005 № 2704-IV.

4. Моделі фінансових ринків за суб'єктним підходом.

Фінансові ринки країн світу відрізняються насамперед роллю в економічних процесах депозитних або недепозитних посередників, а також механізмами фінансування, що базуються на інструментах грошово-кредитного ринку (ендогенній пропозиції грошей) або ринку цінних паперів (екзогенній пропозиції грошей). При цьому традиційно виділяється небанківська (американська, або фондова) та банківська (континентально-європейська) модель. Нині вони поступаються іншій моделі – комплементарній (змішаній), що базується на універсалізації фінансової та страхової діяльності.

Небанківська (американська) модель обмежує діяльність комерційних банків на ринку корпоративних цінних паперів шляхом розмежування їх кредитних та інвестиційних функцій.

Банківська (європейська) модель характеризується найактивнішою роллю банків на фінансовому ринку на противагу іншим учасникам. Вони вкладають кошти як у державні цінні папери, так і в акції та облігації нефінансових корпорацій, здійснюють розміщення (андеррайтинг) цінних паперів, торгують ними, тобто займаються брокерською та дилерською діяльністю, формують інфраструктуру ринку.

Аналіз досягнень передових країн у галузі розвитку фінансових інститутів дає зробити висновок про те, що явного зв'язку між організаційною структурою фінансового ринку та його ефективністю не існує. Сучасна економіка потребує розвитку не певної складової ринку, а всіх його елементів задля забезпечення довгострокового економічного зростання. За цих обставин виникає **комплементарна модель фінансового ринку**, тобто взаємодоповнення депозитних і недепозитних фінансових посередників, відповідних допоміжних корпорацій. Депозитні та недепозитні фінансові посередники розв'язують аналогічні завдання в економіці, а розвиток фінансового ринку може бути і причиною, і наслідком економічного зростання.

Питання для самоконтролю

1. Що включає у себе сектор фінансових корпорацій?
2. На які підсектори поділяються фінансові посередники?
3. Які допоміжні фінансові корпорації працюють на ринку цінних паперів?

4. У чому полягає діяльність допоміжних фінансових корпорацій у сфері страхування та недержавного пенсійного забезпечення?
5. У чому полягає зміст фінансового посередництва?
6. Що входить до статистичної класифікації фінансової та страхової діяльності?
7. Із чого складається банківська система України?
8. Наведіть принципи діяльності кредитних спілок.
9. Що є предметом безпосередньої діяльності страховика?
10. Чим відрізняється учасник пенсійного фонду від вкладника?
11. Яким вимогам має відповідати диверсифікований інвестиційний фонд?
12. Що означає адміністрування фінансових активів для придбання товарів у групі?
13. Перерахуйте види професійної діяльності на ринку цінних паперів в Україні.
14. Хто є учасником депозитарної системи України?
15. Які інформаційні агентства поширені у світі та Україні?
16. Чим відрізняється асоційована компанія від дочірньої?
17. У чому полягає специфіка небанківської моделі фінансового ринку?
18. Якими є основні ознаки банківської моделі фінансового ринку?
19. Назвіть основні підвалини комплементарної моделі фінансового ринку.
20. Як впливають демографічні чинники на формування сучасної моделі фінансового ринку?

Рекомендована література:

Основна [2,4,5,17,18,20, 21,24,36,40].

Допоміжна [44,46,50,51,52].

Інформаційні ресурси Інтернет [87-94].

Міжнародні видання [67,68,80,84,86].

ТЕМА 4. РИЗИК І ЦІНА КАПІТАЛУ

Мета - ознайомлення студентів із базовими питаннями оцінки ризиків на фінансовому ринку, а також терпії ціноутворення на фінансових ринках та визначення ціни капіталу.

План лекційного заняття

1. Економічні теорії щодо ціноутворення на фінансових ринках
2. Ціноутворення та види цін на фінансовому ринку
3. Фінансові ризики та заходи щодо їх мінімізації
4. Портфелі фінансових інструментів та принципи їх формування.

Ключові терміни та поняття: ціна послуги, ціна фінансової послуги, капітал, ефективні ринки, спекулятивні операції, ризик, фінансовий ризик, інвестиційний ризик, оцінка ризиків, управління ризиками, диверсифікація, страхування ризиків, хеджування ризиків, самострахування, резервування, прогнозування.

1. Економічні теорії щодо ціноутворення на фінансових ринках.

Основного змісту та якісно нового значення в умовах розвитку ринкових відносин на фінансовому ринку набуває ціна як економічна категорія. Через ціну формується система взаємовідносин на ринку, вона бере участь в утворенні, розподілі та використанні грошових нагромаджень.

Сучасна теорія та практика ціноутворення – це продукт тривалої еволюції соціально-економічних відносин суспільства. Домінуючими концепціями у теорії походження цін та ціноутворення стали: 1) теорія вартості (середина XVII–кінець XVIII ст.); 2) теорія граничної корисності (кінець XVIII ст.) 3) теорія попиту та пропозиції; 4) теорія ринкової рівноваги (кінець XIX –початок XX ст.). Кожна з них зробила великий внесок в розвиток ціноутворення та його підвалини.

Основні теорії ціноутворення (XVII–XX ст.) на фінансовому ринку

Теорія	Засновники	Виникнення	Базові постулати
Трудової вартості	<i>У. Петті, А. Сміт, Д. Рікардо, К. Маркс</i>	Середина XVII ст.	Основа – праця (з позиції виробника)
Витрат виробництва	<i>Дж.-С. Міль, Л. Вальрас, Дж. Кейнс, М. Зібер.</i>	Кінець XVIII ст.	Основа – граничні витрати виробництва (з позиції виробника)
Корисності	<i>Ж. Б. Сей, Г. Госсен</i>	Початок XVIII ст.	Основа ціни – споживча вартість (з позиції споживача)
Граничної корисності	<i>Д.Кларк, І. Фішер, К. Менгер, Е. Бем-Баверк, Ф. Візер</i>	XIX ст.	Споживча вартість зменшується з насиченістю товаром (з позиції споживача)
Попиту та пропозиції	<i>А. Маршалл, У. Пігу, М. Туган-Барановський</i>	Кінець XIX – початок XX ст.	Ціна виникає внаслідок збалансованості попиту та пропозиції
Рівноваги	<i>А. Курно, Дж. Міль, Л. Вальрас</i>	XX ст.	Збалансованість ринку визначається рівноважною ціною

Таблиця 4.2

Основні теорії фінансового ринку XX ст., що пов'язані з походженням ціни

Теорія	Засновники	Базові постулати походження ціни
Гіпотеза ефективного ринку	<i>Л. Бушельє, М. Кендалл, С. Гросман, Дж. Стігліц,</i>	Ціни відбивають частково або повністю інформацію про ринок
Теорія ефективного ринку	<i>Ю. Фама</i>	Ціни відбивають частково або повністю інформацію про ринок
Теорія раціональних сподівань	<i>Р. Лукас</i>	Доводить можливість передбачати ціни
Альтернативні теорії гіпотезі ефективного ринку: теорія асиметричної інформації; «теорія Доу»; «хвильова» теорія Р. Еліотта	<i>Дж. Акерлоф, М. Спенс, Дж. Стігліц; Ч. Доу, В.Гамільтон, Ч. Рі, Р. Елліот,</i>	Доводить роль держави у регулюванні цін. Наголошує на зміні цін за періодами. Доводить коливання цін та їх природу.
Теорії, що закладенні в основу моделювання цін: теорія паритету валютного курсу; теорія спекуляцій; теорія арбітражного ціноутворення	<i>Д. Рікардо, Г. Кассель, І. Фішер, Ф. Хайєк, М. Фрідман, Л. Бушельє, М. Осборн, С. Росс</i>	Заклала основу для аналізу та економіко-математичного моделювання цін та виявили фактори впливу на ціни (ризик)

2. Ціноутворення та види цін на фінансовому ринку.

Ціноутворення на фінансовому ринку – це процес формування цін на фінансові активи та інструменти за певними правилами, з використанням конкретних методів, на основі

загальноприйнятих принципів із урахуванням окремих факторів. **Ціна** – це плата за тимчасове, постійне чи тривале використання фінансовими активами та інструментами.

Завданнями ціноутворення на фінансовому ринку є: 1) відображення реального співвідношення попиту та пропозиції; 2) реалізація конкретних цілей ціноутворення; 3) урахування різноманітних факторів, що впливають на формування ціни.

До основних **принципів ціноутворення** відносять такі:

- науковий підхід: обґрунтованість цілей ціноутворення;
- цільове спрямування залежно від цінової політики та цінової стратегії учасників ринку;
- зіставлення цін за різні періоди на різні фінансові інструменти;
- реальність або достовірність, тобто втілення в ціні паперів фактичних витрат на емісію;
- взаємозамінність: урахування рівня цін на аналогічні фінансові інструменти;
- справедливість: відображення реального рівня витрат на фінансові операції;
- мобільність: поєднання стратегії та тактики ціноутворення тощо.

На формування цін на фінансовому ринку впливають внутрішні та зовнішні фактори, що мають об'єктивний і суб'єктивний характер, зокрема:

- галузева належність емітента та територіальні умови його розміщення,
- ступінь технічної озброєності емітента, інвестиційні характеристики фінансових інструментів;
- урахування цін на аналогічні фінансові інструменти та послуги на зовнішньому ринку, особливості системи формування цін;
- рівень конкуренції та монополізму, розвитку ринкових відносин;
- рівень податків тощо.

Під **комплексною оцінкою фінансового активу** розуміють визначення його основних характеристик: ліквідності, ризиковості, дохідності тощо. При цьому, насамперед підлягають визначенню *поточна вартість активу* та *реальна ставка доходу*, яку він забезпечує інвестору, або необхідна ставка доходу, яку фінансовий актив має забезпечити інвестору відповідно до його ризиковості та ліквідності.

Всі ціни передусім слід класифікувати на ціни внутрішнього (національного), світового фінансового ринку та трансфертні ціни. **Внутрішні ціни** формуються на єдиній методологічній основі і залежать від: грошово-кредитної політики; конкуренції; податкової політики; інноваційно-інвестиційної політики; інфляційних процесів; державної регуляторної політики у сфері фінансового ринку. **Зовнішні ціни** визначаються конкуренцією на міжнародному фінансовому ринку через вплив глобалізаційних, інтеграційних процесів і залежать від стану національної грошової одиниці, рівня імпортованої інфляції, обсягу зовнішньоторговельних операцій тощо. Це ціни, що обслуговують зовнішньоекономічні фінансові операції. Важливість **трансфертного ціноутворення** обумовлена тим, що великі фінансові групи, транснаціональні корпорації, банки із децентралізованою структурою почали активно використовувати саме такий механізм для підвищення ефективності своєї діяльності.

3. Фінансові ризики та заходи щодо їх мінімізації.

Фінансові ризики – це, з одного боку, небезпека потенційно можливої, імовірної втрати грошових коштів або недоотримання прибутків/доходів порівняно з варіантом, який розрахований на раціональне використання ресурсів у даній сфері діяльності, з іншого, – це ймовірність отримання додаткового обсягу доходу/прибутку, пов'язаного з ризиком.

Фінансові ризики пов'язані з рухом фінансових потоків і виявляються переважно на ринках фінансових ресурсів. Ці ризики характеризуються великою різноманітністю, і з метою ефективного управління ними доцільно класифікувати їх можна за різними ознаками. *За можливістю страхування* фінансові ризики поділяються на 1) ризики, що страхуються, та 2) ризики, що не страхуються.

Ризики, що страхуються – це ймовірна подія або сукупність подій, на випадок настання яких проводиться страхування. Класифікація видів страхової діяльності визначає страхування фінансових ризиків як страхування, що передбачає обов'язки страховика по страхових виплатах у розмірі повної або часткової компенсації втрат доходів (додаткових витрат), викликаних

наступними подіями: 1) зупинка виробництва товарів/послуг або скорочення обсягу виробництва в результаті обумовлених подій; 2) банкрутство; 3) непередбачувані витрати; 4) невиконання (неналежне виконання) договірних зобов'язань контрагентом застрахованої особи, яка є кредитором за угодою; 5) понесені застрахованою особою судові витрати; 6) інші події.

Однак існує група фінансових ризиків, страхувати які фінансові корпорації не беруться, але часто саме ці ризики є потенційними джерелами прибутку. Але втрати від настання ризику, що не страхується, відшкодовуються лише з власного капіталу корпорації.

Катастрофічний ризик характеризується тим, що фінансові втрати визначаються частковою або повною втратою майна фінансової корпорації. Цей ризик, як правило, призводить до банкрутства, оскільки можлива втрата не тільки вкладених коштів у певний вид фінансової або страхової діяльності або конкретну фінансову операцію, але і майна корпорації. Здебільшого це характерно для ситуації, коли отримується кредит під очікуваний прибуток, або неможливо задовольнити всі виплати за полісами страхування тощо.

Припустимий фінансовий ризик – це загроза повної або часткової втрати прибутку від реалізації того чи іншого фінансового проекту або від фінансової та страхової діяльності в цілому. У даному випадку втрати можливі, але їх розмір менше очікуваного прибутку. Отже, даний вид фінансової та страхової діяльності або конкретна фінансова угода, незважаючи на ймовірність ризику, зберігає свою економічну доцільність.

Критичний ризик пов'язаний з небезпекою втрат вкладеного капіталу на здійснення конкретної фінансової угоди або виду фінансової та страхової діяльності. При цьому ризик першого ступеня пов'язаний з загрозою отримання нульового прибутку, але за відшкодування витрат. Критичний ризик другого ступеня пов'язаний з повними втратами, тобто вірогідні втрати валового доходу, а фінансовій корпорації доводиться відшкодовувати витрати за рахунок інших джерел.

За сферою виникнення фінансові ризики можна розділити на зовнішні (екзогенні) і внутрішні (ендогенні). Джерелом виникнення **зовнішніх ризиків** є зовнішнє середовище, тобто це ризик, що не залежить від діяльності корпорації.

Внутрішні фінансові ризики – це ризики, що залежать від діяльності конкретної фінансової корпорації

За тривалістю впливу виділяють постійні та тимчасові фінансові ризики.

За можливістю передбачення фінансові ризики можна розділити на прогнозовані та непрогнозовані.

За об'єктом виникнення ризику також можна виділити ризики окремих фінансових операцій, різних видів фінансової та діяльності, комплексні.

Ризики окремої фінансової операції характеризують всі фінансові ризики, з якими стикається фінансова корпорація фірма за реалізації фінансової операції.

Ризики різних видів фінансової та страхової діяльності – це все фінансові ризики, що можуть виникати в ході здійснення будь-якого виду діяльності, наприклад, управління фінансовими активами характеризується портфелем різних інвестиційних ризиків.

Сукупні ризики включають в себе всю сукупність фінансових ризиків, що можуть виникати за здійснення фінансової та страхової діяльності.

За комплексністю виділяють прості та складні фінансові ризики. **Прості ризики** – це ризики, які неможливо розділити на окремі підвиди, наприклад інфляційний ризик, що не підлягає подальшій класифікації. **Складні ризики** включають в себе комплекс різних його підвидів.

На фінансовому ринку виникають властиві йому ризики, зокрема інфляційний, податковий, кредитний, депозитний, валютний, відсотковий, бізнес-ризик та інвестиційний ризики.

Інфляційний ризик полягає в можливості знецінення реальної вартості фінансових активів, а також прибутку фінансової корпорації від здійснення фінансової або страхової діяльності у зв'язку зі зростанням інфляції.

Під **податковим ризиком** слід розуміти ймовірність втрат, які може понести фінансова корпорація в результаті зміни податкового законодавства або в результаті помилок, допущених за обчислення податкових платежів.

Кредитний ризик – ймовірність того, що партнери-учасники контракту виявляться не в змозі виконати договірні зобов'язання.

Депозитний ризик – ймовірність виникнення втрат через неповернення депозитних вкладів в банках та кредитних спілках.

Відсотковий ризик зумовлений невизначеністю у майбутньому стосовно напрямку руху та рівня відсоткових ставок.

Бізнес-ризик – один з видів фінансових ризиків, що характерний здебільшого акціонерним товариствам; полягає у неможливості ним підтримувати рівень доходності на акцію на незмінному рівні.

Інвестиційний ризик полягає у відхищенні фактичного прибутку/доходу від очікуваного у результаті здійснення інвестиційної діяльності. Як правило, він акумулює відсотковий і бізнес-ризик, а також породжує специфічний ринковий ризик.

Всі відомі в світовій практиці способи боротьби з ризиками можна віднести до внутрішніх способів (диверсифікація; хеджування; лімітування; спеціальні механізми торгівлі і укладання угод, що знижують імовірність втрат за рахунок ускладнення і подорожчання технічних процедур; управління активами та пасивами; отримання додаткової інформації) і до зовнішніх (перенесення ризиків на іншу особу за допомогою гарантій або страхування; розподіл ризиків між великою кількістю осіб («диверсифікація навпаки»)).

4. Портфелі фінансових інструментів та принципи їх формування.

Портфель фінансових інструментів являє собою цілеспрямовано сформульовану сукупність таких інструментів різних видів, призначених для здійснення інвестиційної діяльності в певному періоді згідно з розробленою інвестиційною стратегією інвестора. Такий портфель розглядається як вкладення інвестора у фінансові інструменти, що управляються ним як єдине ціле.

Залежно від типу інвестора розрізняють *інституційний, індивідуальний портфелі і портфель фінансових інструментів підприємств*. До основних інституційних інвесторів, які є фінансовими інститутами й інвестують кошти у фінансові інструменти, належать банки, інститути спільного інвестування, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди. Індивідуальні портфелі формують домогосподарства для отримання поточного та додаткового доходу від вкладень. Для підприємства вкладання у фінансові інструменти може мати пряму та портфельну форми, на відміну від інституційних інвесторів, які зазвичай є портфельними інвесторами.

В основі *портфеля зростання* лежать фінансові інструменти, що мають потенціал до підвищення вартості.

Портфель доходу формується з фінансових інструментів, які забезпечують високий рівень поточного доходу за незначного зростання капіталу.

Можна вирізнити і проміжний тип портфеля, що спрямований на отримання дивідендів (відсотків) і зростання курсової вартості фінансових інструментів – *портфель зростання та доходів*.

За ступенем ризику портфелі фінансових інструментів можна поділити на *агресивні, середньоризикові та консервативні*.

Типізація портфелів фінансових інструментів за їх досягнутою відповідністю цілям інвестування пов'язана передусім з процесом реалізації цілей їх формування. *Збалансований портфель* характеризується повною реалізацією цілей його формування шляхом відбору фінансових інструментів, що найповніше відповідають даним цілям. *Незбалансований портфель* характеризується невідповідністю складу його фінансових інструментів цілям його формування. Різновидом незбалансованого портфеля є *розбалансований портфель*, який був раніше оптимізований, але через суттєві зміни умов інвестиційної діяльності вже не задовольняє інвестора, тобто вже не відповідає цілям формування портфеля.

Залежно від видів фінансових інструментів у портфелі, розрізняють комбінований та спеціалізований портфелі. *Комбінований портфель* включає певну сукупність видів інструментів, що обертаються на фінансовому ринку. Даний портфель може складатися з акцій,

облігацій тощо. Склад *спеціалізованого портфеля* обмежується тільки одним видом інструментів; він може бути представлений портфелями акцій, облігацій, іноземних цінних паперів тощо.

Коли портфель складається з певної кількості фінансових інструментів одного виду, він є *недиверсифікованим*. Портфель, який складається з різних їх видів, є *диверсифікованим* (*широкодиверсифікованим*).

За методами управління портфелі фінансових інструментів можна класифікуватися як пасивні (фіксовані) та активні (гнучкі) портфелі.

Головними цілями інвестора за формування портфеля фінансових інструментів є дохідність, безпека вкладень, зростання капіталу та ліквідність.

Дохідність являє собою можливість отримання інвестором певних доходів у майбутньому, які складаються з дивідендів або відсотків за фінансовими інструментами (поточна дохідність) і курсової різниці (додаткова дохідність).

Другою важливою інвестиційною метою є *безпека капіталу*, яка знаходить свій вираз у збереженні величини капіталу для одержання майбутніх доходів. Вона означає захист купівельної сили фінансових інструментів і здатність емітента нести відповідальність перед інвестором за залучені кошти.

Інвестування не можна розглядати без урахування ризику, тобто вірогідності відхилення величини фактичного інвестиційного доходу від очікуваного. Однак потрібно розуміти, що *ризик* – це не тільки втрати, але й додатковий прибуток, тобто разом із ризиком понести втрати існує альтернатива отримання додаткових доходів (прибутків), тобто ризикованість будь-якого суб'єкта господарювання є альтернативою його дохідності.

Окрім дохідності та безпеки, третьою важливим завданням інвестора є *зростання капіталу*, коли вартість початкових інвестицій з часом зростає.

І, нарешті, четверта інвестиційна мета — *ліквідність*, яка є бажаною при формуванні портфеля фінансових інструментів, оскільки дозволяє інвестору не лише швидко їх продати, але і не втратити у ціні.

Питання для самоконтролю

1. Що таке класичний і маркетинговий підхід до формування ціни?
2. В чому полягає особливість гіпотези ефективних ринків?
3. Охарактеризуйте класичні теорії ціноутворення, за допомогою яких можна пояснити походження цін на фінансові інструменти.
4. Чим пояснюється спекулятивність і хибність у походженні цін фінансового ринку?
5. В якому аспекті слід застосовувати теорії фінансового ринку до походження цін на фінансовому ринку?
6. Назвіть учасників ціноутворення на фінансовому ринку.
7. Для чого необхідне регулювання цін на фінансовому?
8. Роль інституційних учасників у забезпеченні рівноваги на фінансовому ринку.
9. Що являє собою ризик на фінансовому ринку?
10. Які види та типи ризиків існують на фінансовому ринку?
11. Чим відрізняється систематичний ризик від несистематичного?
12. Які основні ризики притаманні сучасному фінансовому ринку в Україні?
13. Які способи боротьби з ризиками відносять до внутрішніх, а які до зовнішніх? У чому їх різниця?
14. Чому для фінансового інституту важливу роль відіграє управління надлишком (активами і пасивами)?
15. Яких інвестиційних цілей прагнуть досягти інституційні інвестори загалом і кожний з цих груп інститутів зокрема?
16. Чим відрізняється інвестиційна політика від інвестиційної стратегії?
17. Що розуміють під активною портфельною стратегією? Які фактори є визначальними у виборі активної чи пасивної портфельної стратегії?
18. Що являє собою портфель фінансових інструментів?

Рекомендована література:

Основна [1,2,4,5,7,18,19,20,25,28,36,38,40,41].

Допоміжна [46,50,53,60,62].

Інформаційні ресурси Інтернет [87-94].

Міжнародні видання [66,67,69].

ТЕМА 5. РИНОК ПАЙОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Мета - оволодіти знаннями щодо особливостей здійснення операцій з пайовими цінними паперами суб'єктами фінансового ринку.

План лекційного заняття

1. Загальна характеристика та види пайових цінних паперів.
2. Цінні папери інститутів спільного інвестування та сертифікати фондів операцій з нерухомістю.
3. Визначення вартості та дохідності пайових цінних паперів.

Ключові терміни та поняття: пайові цінні папери, акції, прості акції, привілейовані акції, інвестиційні сертифікати; сертифікати фонду операцій з нерухомістю; акції корпоративного інвестиційного фонду, емісія, обіг, викуп, відкритий ІСІ, закритий ІСІ, інтервальний ІСІ.

1. Загальна характеристика та види пайових цінних паперів.

Згідно Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV, пайові цінні папери – цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів та сертифікатів фондів операцій з нерухомістю (ФОН), надають власнику право на участь в управлінні емітентом (крім інвестиційних сертифікатів та сертифікатів ФОН) і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента (крім сертифікатів ФОН).

До пайових цінних паперів віднесено: 1) *акції*; 2) *інвестиційні сертифікати*; 3) *сертифікати ФОН*; 4) *акції корпоративного інвестиційного фонду*.

Сучасне визначення акцій представлено у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV: *акція* – це іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

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

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

Сертифікат ФОН – це цінний папір, що засвідчує право його власника на отримання доходу від інвестування в операції з нерухомістю.

Класичним видом цінних паперів, які засвідчують відносини власності, виступають *акції*. Акції мають свої *особливості функціонування*, визначені на законодавчому рівні, а саме:

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

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

Загалом, привілейовані акції включають наступні типи:

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

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

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

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

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

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

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

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

унікальні продукти, швидше за все до цієї категорії належать високотехнологічні компанії, наприклад, компанії-розробники програмного забезпечення.

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

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

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

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

Цінні папери інституту спільного інвестування можуть бути лише іменними.

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

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

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

Інвестиційні сертифікати існують виключно в бездокументарній формі

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

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

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

Фактичний розвиток даного інструменту в Україні має свій початок з 2007 року, коли було здійснено перші публічні випуски. До цього моменту через відсутність належної та повної

нормативної бази документів, регулюючих їх випуск та обіг, сертифікати ФОН не набували широкого розповсюдження.

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

2. Цінні папери інститутів спільного інвестування та сертифікати фондів операцій з нерухомістю.

До цінних паперів інститутів спільного інвестування (ІСІ) належать акції корпоративного інвестиційного фонду та інвестиційні сертифікати пайового інвестиційного фонду. Цінні папери ІСІ можуть бути лише іменними.

Емісія цінних паперів ІСІ здійснюється шляхом їх публічного або приватного розміщення. Оплата цінних паперів ІСІ у розстрочку не допускається. Дивіденди за цінними паперами ІСІ відкритого та інтервального типу не нараховуються і не сплачуються.

Проспект емісії цінних паперів ІСІ – документ, що містить інформацію про розміщення цінних паперів ІСІ, і підлягає обов'язковій реєстрації у НКЦПФР. У разі приватного розміщення цінних паперів ІСІ він не оприлюднюється. Проспект емісії цінних паперів ІСІ інтервального типу повинен передбачати порядок визначення дня початку та закінчення інтервалу, періодичність інтервалу (не рідше одного разу на рік), тривалість інтервалу (не менше 10 робочих днів протягом року та не менше одного робочого дня протягом кожного інтервалу).

Реєстрація проспекту емісії цінних паперів ІСІ. НКЦПФР не пізніше як через 30 робочих днів після подання заяви та документів, необхідних для реєстрації проспекту емісії цінних паперів інституту спільного інвестування або змін до нього, повинна зареєструвати його (їх) або надати вмотивовану відмову в його (їх) реєстрації. КУА має право здійснювати розміщення цінних паперів ІСІ тільки за умови реєстрації проспекту емісії цінних паперів ІСІ.

Реєстрація випуску акцій корпоративного фонду, що здійснюється з метою спільного інвестування, та проспекту їх емісії. Протягом одного року з дня внесення відомостей про корпоративний фонд до Реєстру КУА реєструє в НКЦПФР випуск акцій, що здійснюється з метою спільного інвестування, та проспект їх емісії.

Порядок розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування. Строк розміщення цінних паперів безстрокового ІСІ не обмежується. Строк розміщення цінних паперів строкового ІСІ зазначається у проспекті емісії. При цьому дата закінчення розміщення не може бути пізнішою, ніж за три місяці до дня закінчення строку діяльності такого ІСІ.

Розрахункова вартість цінного папера ІСІ визначається як результат ділення загальної вартості чистих активів ІСІ на кількість цінних паперів ІСІ, які перебувають в обігу на день розрахунку.

Заявки на придбання та викуп цінних паперів подаються КУА або торговцям цінними паперами згідно з проспектом емісії цінних паперів ІСІ.

Розміщення та викуп розміщених цінних паперів ІСІ здійснюються КУА безпосередньо та/або через торговців цінними паперами, з якими КУА уклала відповідні договори.

Торговець цінними паперами під час розміщення цінних паперів ІСІ діє від імені, за рахунок та в інтересах корпоративного фонду або КУА пайового фонду. Торговець цінними паперами під час продажу раніше викуплених емітентом цінних паперів ІСІ або їх викупу діє від власного імені, за рахунок та в інтересах корпоративного фонду або КУА пайового фонду.

Викуп цінних паперів ІСІ зупиняється КУА одночасно із зупиненням їх розміщення. Розміщення цінних паперів ІСІ закритого типу зупиняється в строки, що визначаються проспектом емісії цінних паперів ІСІ.

З моменту прийняття рішення про ліквідацію корпоративного фонду йому забороняється розміщувати свої акції. Розміщення та викуп цінних паперів ІСІ відкритого або інтервального типу зупиняються за рішенням КУА, якщо відповідно до регламенту та нормативно-правових актів НКЦПФР цього вимагають інтереси учасників ІСІ.

Обіг цінних паперів інституту спільного інвестування. Цінні папери ІСІ закритого типу підлягають вільному обігу на ринку цінних паперів, інтервального типу – в період між інтервалами, відкритого типу – підлягають вільному обігу виключно на фондових біржах. Цінні папери корпоративного фонду не підлягають обов’язковій процедурі лістингу.

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

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

3. Визначення вартості та дохідності пайових цінних паперів.

Вартість та дохідність різних видів пайових цінних паперів базується здебільшого на однакових принципах. Найбільшою за обсягом групою пайових цінних паперів, яка потребує оцінки вартості та дохідності, є акції.

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

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

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

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

де P_0 – поточна ринкова вартість акцій; DIV_t – очікувана сума дивідендів за акціями, які буде виплачено у кінці року t ; r – ставка дисконтування (очікувана норма дохідності, що доступна на ринку для інших інвестицій, порівняних за ризиком та іншими інвестиційними характеристиками).

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

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

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

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_N}{(1+r)^N}$$

де DIV_t – сума дивідендів, яку інвестор очікує одержати у році t ; P_N – прогнозована ринкова ціна реалізації акції наприкінці періоду її використання; r – ставка дисконтування (очікувана норма дохідності, доступна на ринку для інших інвестицій, порівняних за ризиком та іншими інвестиційними характеристиками); t – число років використання акцій; N – кількість періодів.

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

Основа вищенаведених двох моделей оцінки поточної ринкової вартості акцій становить дисконтована сума дивідендів, яку очікується отримати в майбутньому. При цьому сума щорічних дивідендів може залишатися стабільною або рівномірно зростати тощо. Оцінка вартості акцій у цьому випадку носить диференційований характер, тому залежно від очікуваних у майбутньому темпів приросту дивідендів, в рамках даного методу, виділяють декілька варіантів розрахунків :

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

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

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

де g – очікувані темпи зростання; DIV_0 – сума останніх виплачених дивідендів; DIV_1 – очікувані дивіденди в наступному за звітним році.

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

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

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

У випадку, якщо підприємство виплачує постійні суми дивідендів щорічно, то $g=0$. Підставивши це нульове значення в модель Гордона, одержимо наступну формулу:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r}$$

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

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

де P_1 – дисконтоване значення прогнозованих дивідендів на першому (кінцевому) проміжку часу тривалістю p років, грн.; P_2 – дисконтоване значення наступної нескінченної серії дивідендів, наведене до моменту часу, що відповідає кінцю p -го року, грн.

Для розрахунку першого компонента (P_1) необхідно продисконтувати всі величини дивідендів, плановані до виплати протягом перших p років.

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

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

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r}$$

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

При оголошенні річних дивідендів зазвичай використовується ставка дивіденду.

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

$$d = \frac{DIV}{N} \times 100\%$$

де DIV – очікувані річні дивіденди, грн; N – номінальна вартість, грн.

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

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

$$r = \frac{DIV}{P_0} \times 100\%$$

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

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

Поточна ринкова дохідність акції розраховується за формулою:

$$r = \frac{DIV}{P} \times 100\%$$

де P – поточна ринкова вартість акції, грн.

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

Повна (сукупна) дохідність враховує не лише прибуток за дивідендами, але й дохід, який виникає за рахунок зміни курсової вартості. Якщо поточна ціна акції становить P_0 , а очікувана

ціна акції через рік – P_1 , при чому за цей рік будуть виплачені дивіденди (DIV_1), то повну річну дохідність (r_t) можна визначити за формулою:

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

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

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

де T – тривалість володіння акцією інвестором (роки); DIV_i – річні дивіденди, які виплачуються в i -му році; P_0 – вартість придбання акцій; P_t – ринкова вартість акцій у t -му році; $i = 1, 2, 3, \dots$; t – рік володіння акціями.

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

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

де T – кількість днів знаходження акції у інвестора.

Питання для самоконтролю

1. Назвіть основні види пайових цінних паперів, дайте їх коротку характеристику.
2. Які нормативно-правові акти визначають механізми випуску, розміщення та обігу акцій ?
3. Яким законодавством регулюється випуск, розміщення, обіг та викуп сертифікатів операцій з нерухомістю ?
4. Розкрийте сутність акцій та наведіть їх класифікацію ?
5. Зробіть порівняльний аналіз простих та привілейованих акцій.
6. Що таке публічне та приватне розміщення акцій та в чому їх відмінності одне від одного ?
7. Які етапи передбачає відкрите (публічне) розміщення акцій ?
8. Перелічіть права та обов'язки власників акцій.
9. Перелічіть види привілейованих акцій та охарактеризуйте їх.
10. З огляду на фіксований характер виплат за привілейованими акціями та відсутність заздалегідь визначеного терміну їх погашення на який з боргових цінних паперів вони схожі?
11. Які цінні папери емітують інститути спільного інвестування ?
12. Що представляє собою інвестиційний сертифікат ? Хто є його емітентом ?
13. Опишіть механізми емісії, розміщення, обігу та викупу сертифікатів фондів операцій з нерухомістю.
14. Дайте загальну характеристику методам оцінки вартості акцій на основі дисконтування дивідендів.
15. Як диференціюється оцінка вартості акцій залежно від очікуваних у майбутньому темпів приросту дивідендів?
16. У чому полягає сутність моделі оцінки вартості акцій Майрона Дж. Гордона ?
17. На основі яких показників оцінюється дохідність акцій ?
18. Модель оцінки поточної ринкової вартості акцій за умови їх використання протягом невизначеного тривалого періоду часу полягає в наступному ?
19. Яка з моделей оцінки поточної ринкової вартості акцій передбачає, що інвестор планує через певний час продати акцію ?
20. Перерахуйте наслідки та обмеження використання моделі дисконтування дивідендів з постійним темпом приросту.

Рекомендована література:

Основна [1,5,6,7,9,10,11, 17,21, 28,29, 32,33,34,35,37,39].

Допоміжна [46,51, 52,53].

Інформаційні ресурси Інтернет [87-94].

Міжнародні видання [67,70,71,72].

ТЕМА 6. РИНОК БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Мета - оволодіти знаннями щодо особливостей функціонування ринку боргових цінних паперів.

План лекційного заняття

1. Загальна характеристика та види боргових цінних паперів.
2. Рейтингове оцінювання боргових цінних паперів.
3. Визначення вартості та дохідності облігацій.
4. Визначення вартості та дохідності ощадних (депозитних) сертифікатів і векселів

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

1. Загальна характеристика та види боргових цінних паперів.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV, **боргові цінні папери** – це цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента або особи, яка видала неемісійний цінний папір, сплатити у визначений строк кошти, передати товари або надати послуги відповідно до зобов'язання.

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

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

Параметри облігацій підприємств:

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

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

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

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

Цільові облігації внутрішніх державних позик України – це ОВДП, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету законом про

Державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу.

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

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

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

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

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

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

За ст. 13 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV, ст. 1065 Цивільного кодексу (ЦК) України, **ощадний (депозитний) сертифікат** – цінний папір, що підтверджує суму вкладу, внесеного в банк, і права вкладника (власника сертифіката) на одержання зі спливом встановленого строку суми вкладу та процентів, встановлених сертифікатом, у банку, який його видав.

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

2. Рейтингове оцінювання боргових цінних паперів.

Рейтингова оцінка характеризує рівень спроможності позичальника (емітента) цінних паперів своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки та основну суму за борговими зобов'язаннями відносно боргових зобов'язань інших позичальників.

Універсальною оцінкою надійності (кредитоспроможності) боргового зобов'язання є його кредитний рейтинг, який присвоюють за стандартною загальновідомою шкалою кредитних рейтингів.

Кредитний рейтинг – незалежна експертна оцінка спеціалізованого рейтингового агентства щодо ступеню кредитного ризику боргового зобов'язання, що вказує на ймовірність невиконання (непогашення) цього зобов'язання (ймовірність дефолту).

Кредитний рейтинг може присвоюватися як окремим емітентам (позичальникам), так і борговим інструментам. Отже, він є умовним вираженням кредитоспроможності позичальника в цілому (рейтинг позичальника) або його окремих боргових інструментів (рейтинг боргового зобов'язання).

Сутність **кредитного рейтингу боргових інструментів (зобов'язань)** можна тлумачити по-різному. Українське агентство фінансового розвитку визначає його як рейтинг, що характеризує рівень спроможності емітента своєчасно та в повному обсязі обслуговувати зобов'язання за таким інструментом. Рейтингове агентство «Кредит-рейтинг» розуміє під цим поняттям незалежну думку рейтингового агентства про кредитоспроможність певного позичальника щодо вказаного боргового зобов'язання. У науковій літературі кредитний рейтинг боргового інструменту є інтегральною оцінкою ступеня кредитного ризику, що характеризує рівень спроможності емітента своєчасно та в повному обсязі обслуговувати зобов'язання за таким інструментом (Л. Долінський).

Визначальним аспектом під час здійснення рейтингової оцінки боргових інструментів є перелік інструментів щодо яких застосовується процедура визначення кредитного рейтингу в Україні. За Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР, визначення рейтингової оцінки потребують усі види емісійних цінних паперів, які не розподіляються між засновниками або серед задалегідь визначеного кола осіб і можуть вільно обертатися на ринку цінних паперів, окрім державних цінних паперів, акцій, цінних паперів недиверсифікованих ІСІ, цінних паперів, що емітовані Державною іпотечною установою. Причому обов'язковість визначення рейтингової оцінки цінних паперів не залежить від емітента, способу їхньої емісії, порядку розміщення чи інших ознак. У той же час, у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV вказано, які саме цінні папери належать до емісійних. Отже, співставивши норми цих двох законодавчих актів, можна зробити висновок, що обов'язкового визначення рейтингової оцінки потребують: *облігації підприємств; облігації місцевих позик; іпотечні сертифікати; іпотечні облігації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю; інвестиційні сертифікати*. Однак система кредитного рейтингування передбачена для боргових інструментів, і серед наведеного вище переліку до таких відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV належать *облігації підприємств та облігації місцевих позик*. Отже, говорячи про визначення кредитного рейтингу боргового інструменту в межах національного законодавства мова йде саме про рейтингування облігацій (підприємств та місцевих позик).

Рейтинги інвестиційного рівня стосуються цінних паперів, емітенти яких мають сильні позиції щодо розрахунку за своїми зобов'язаннями (рейтинг від *AAA (Aaa)* до *BBB (Baa)*). Надійність таких цінних паперів забезпечується великими активами та високою нормою прибутку. Категорії *AAA* відповідає покриття відсоткових платежів прибутком у 15–20 разів, а самої низької категорії в цьому класі – у 5–7 разів.

Рейтинги спекулятивного рівня застосовуються до боргових інструментів, для яких характерна невпевненість щодо відсоткових платежів, основного боргу та стабільності курсу, а також цінних паперів, що належать емітентам, які знаходяться на порозі банкрутства чи є банкрутами. Або цей рейтинг присвоюється новоствореним компаніям.

Міжнародні рейтингові агентства присвоюють **міжнародні кредитні рейтинги** емітентів чи окремих емісій, які дають оцінку кредитоспроможності боржника чи можливості виконувати конкретні фінансові зобов'язання в порівнянні з аналогічними показниками інших осіб чи зобов'язань інших країн. Вони дозволяють порівнювати рівень кредитного ризику між позичальниками не залежно від країни розташування. Такі рейтинги базуються на глобальній чи міжнародній порівняльній базі. Для порівняння частіше вибираються країни в межах певного географічного регіону зі східними параметрами розвитку. Необхідність в міжнародних кредитних рейтингах виникає при виході на міжнародний фінансовий ринок. На ринку рейтингових послуг України діють три Міжнародні рейтингові агентства (*Fitch Ratings, Moody's Investors Service, Standard & Poor's*), які мають право визначати обов'язкові за законом рейтинги емітентів та цінних паперів, зокрема боргових інструментів. Визначення рейтингової оцінки міжнародним агентством здійснюється за відповідною шкалою.

3. Визначення вартості та дохідності облігацій.

Вартість облігації являє собою теперішню вартість очікуваних грошових потоків за цією облігацією, що дисконтовані за ставкою відсотку. Вона відображає ризик дефолту, який

пов'язаний з цими грошовими потоками. Між інвестиціями в облігації та акції існує дві суттєві відмінності: 1) обіцяні грошові потоки за облігаціями (купонні платежі та номінальна вартість) зазвичай встановлюються при випуску і не змінюються протягом терміну обігу облігації; 2) облігації, на відміну від акцій, зазвичай мають фіксований строк, до більшості з них встановлюється дата погашення. У результаті теперішня вартість звичайної облігації з фіксованими купонами та встановленим строком визначається виключно змінами ставки дисконтування, що включає в себе як загальний рівень відсоткових ставок, так і специфічний ризик дефолту оцінюваної облігації.

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

- з періодичною виплатою відсотків (базова модель);
- з виплатою всієї суми відсотків при її погашенні;
- що реалізовані з дисконтом без виплати відсотків.

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

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

де: I – відсоткові (купонні) виплати за облігацією за кожен рік; N – номінальна вартість облігації; r – середня ставка дохідності на ринку або дисконтна ставка; n – кількість періодів до погашення облігації.

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

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

На українському ринку представлені переважно облігації з щорічними виплатами. Проте можливі випадки, коли купонні виплати відбуваються m разів за рік. Наприклад, у світовій практиці прийнято використовувати піврічні виплати (навіть облігації з щорічними виплатами при порівнянні їх дохідності приводяться до вигляду, відповідному аналогічним інструментам з піврічними виплатами), а у ряді випадків – щоквартальні. У такому разі знаходження ринкової вартості облігації набуває такого вигляду:

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

де m – періодичність виплат відсотків протягом року.

Важливим показником, що використовується за визначення вартості облігацій, є ставка дисконтування. Її можна взяти з котирувань, у торговців облігаціями з подібними характеристиками або ж розрахувати. Одним із найбільш поширених на практиці способів розрахунку ставки дисконтування є кумулятивний метод оцінки премії за ризик. В його основі лежать припущення про те, що: якби інвестиції були безризиковими, то інвестори вимагали б безризикову прибутковість на свій капітал (тобто норму прибутковості, відповідну нормі прибутковості вкладень у безризикові активи); чим вище інвестор оцінює ризик проекту, тим

вищі вимоги він пред'являє до його прибутковості. Виходячи з цих припущень при розрахунку ставки дисконтування необхідно врахувати так звану «премію за ризик». Відповідно формула розрахунку ставки дисконтування буде виглядати так:

$$r = r_f + l + i + r_e,$$

де: r – ставка дисконтування; r_f – безризикова ставка, тобто ставка за інвестиціями, для яких відсутній ризик (дохідність за державними цінними паперами для відповідних строків погашення); l – премія за ліквідність; i – темп інфляції; r_e – реальна ставка відсотку.

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

Модель оцінки поточної ринкової вартості облігацій з виплатою всієї суми відсотків при її погашенні передбачає те, що вся сума купонних платежів виплачується за погашення облігації. Формула матиме такий вигляд:

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

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

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

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

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

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

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

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

де T – кількість днів до погашення облігації.

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

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

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

$$d_k = \frac{I}{N} \times 100\%$$

де: I – річний купонний дохід, грн; N – номінальна вартість облігації, грн.

Наприклад, за облігацією номіналом у 500 грн передбачається щорічно виплачувати купонний дохід у сумі 100 грн. У цьому випадку купонна ставка складе 20 % річних.

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

$$d_p = \frac{I}{P_0} \times 100\%$$

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

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

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

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

Самостійно розрахувати орієнтовну повну дохідність можливо за спрощеною формулою.

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

де: YTM – дохідність до погашення орієнтовна; N – вартість реалізації (номінал) облігації; P – ціна купівлі облігації (поточна вартість на момент оцінки); n – кількість років до погашення облігації; I – купон.

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

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

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

Реалізована дохідність розраховується так:

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

Реалізована дохідність може відрізнятися від

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

де: y_h – показник реалізованої дохідності, (% річних), m – кількість періодів в році (періодичність розрахунку складного відсотку); d_y – кількість днів в році; d_h – кількість днів від сьогоднішнього моменту до дати горизонту. За $m=1$ (річний складний відсоток) величина y_h , отримана з формули, – є річна ефективна прибутковість до горизонту.

Для того, щоб розрахувати реалізовану дохідність, необхідно перш за все, обрахувати загальний обсяг доходу, що забезпечуються даною облігацією за розглянутий проміжок часу (до вибраного горизонту), що визначається за формулою:

$$R_h = R_k + R_i + R_r$$

де: R_h – сумарний дохід до горизонту, R_k – капітальний дохід, R_i – купонний дохід, R_r – дохід від реінвестування.

Звідси, дохід від реінвестування розраховується так:

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

де: n_h – кількість купонних виплат до горизонту; r_t – дохідність інвестицій за період між t -й і $(t+1)$ -й виплатами; v_h – кількість днів від останньої виплати до дати горизонту що поділена на кількість днів між купонними виплатами; I – обсяг купонної виплати.

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

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

$$I = N \times \frac{i\% \times t}{365}$$

де: I – сума нарахованих відсотків; N – номінал сертифікату; $i\%$ – відсоткова ставка по сертифікату; t – час, на який випущений сертифікат (термін до дати погашення в днях).

Якщо сертифікат розміщено за номіналом і утримується до терміну погашення, то його дохідність дорівнюватиме зазначеній у контракті ставці відсотків ($i\%$).

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

$$I = N - P_{\text{куп.}}$$

де: N – номінал; $P_{\text{куп.}}$ – ціна купівлі.

Сертифікати можуть продаватися до закінчення терміну їх погашення і вільно обертатися на ринку. Зокрема, рівень доходу за операціями з дисконтними сертифікатами залежить від рівня ринкових відсоткових ставок, а за відсотковими – також від рівня відсоткової ставки на момент їх випуску. Якщо сертифікат продається (купується) між датами випуску та погашення,

абсолютна величина прибутку буде розподілена між покупцем і продавцем відповідно до ринкової ставки (норми прибутковості) за аналогічними паперами на даний момент часу і пропорційна терміну володіння цінним папером кожною зі сторін.

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

Для відсоткових оцядних (депозитних) сертифікатів:

Ціна купівлі :

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

Ціна продажу :

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

де: P_1, P_2 – вартість купівлі/продажу; N – номінальна вартість; t_0 – термін у днях від моменту випуску до моменту погашення; t_1 – кількість днів з моменту купівлі до моменту погашення; t_2 – кількість днів від моменту продажу до моменту погашення; i_0 – ставка простих процентів, встановлена на момент випуску сертифікату. i_1, i_2 – ставки простих відсотків в моменти купівлі та продажу; K – кількість днів у році.

Для дисконтних оцядних (депозитних) сертифікатів:

Ціна купівлі:

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

Ціна продажу:

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

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

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

$$d = \frac{D}{N} \times \frac{360}{t}$$

де: D – дисконт векселя; N – номінал векселя; t – кількість днів з моменту придбання векселя до його погашення.

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

$$D = N \times \frac{d \times t}{360}$$

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

$$P = N - D$$

де P – ціна векселя.

Якщо відома ставка дисконту, то ціна визначається за формулою:

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

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

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

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

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

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

$$r = \frac{365d}{360 - d \times t}$$

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

$$I = N \times \frac{d_{\%} \times t}{360}$$

де: N – номінал векселя; $d_{\%}$ – відсоткова ставка за векселем; t – час, на який випущений вексель (термін до дати погашення в днях).

Питання для самоконтролю

1. Назвіть основні види боргових цінних паперів, дайте їх коротку характеристику.
2. Дайте характеристику казначейським зобов'язанням України.
3. В чому полягає економічна сутність ощадного та депозитного сертифікату? Чи є між ними відмінності у вітчизняній практиці?
4. За якими ознаками класифікуються облігації?
5. Який з боргових цінних паперів вважається найменш ризиковим?
6. Зробіть порівняльний аналіз облігацій та акцій.
7. Що таке публічне та приватне розміщення облігацій та в чому їх відмінності одне від одного?
8. Охарактеризуйте специфіку місцевих облігацій.
9. Які моделі оцінки вартості облігацій можна виділити?
10. В узагальненому вигляді перерахуйте етапи процесу визначення кредитного рейтингу.
11. Що являє собою рейтинг інвестиційного рівня та рейтинг спекулятивного рівня?
12. Перерахуйте національні рейтингові агенства, які включені до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств.
13. Наведіть класифікацію кредитних рейтингів.
14. В чому полягає сутність базової моделі оцінки поточної ринкової вартості облігації з періодичною виплатою відсотків?
15. Охарактеризуйте модель оцінки поточної ринкової вартості облігацій з виплатою всієї суми відсотків при її погашенні.
16. Як обраховується вартість облігацій з нульовим купоном?
17. Що являє собою ставка купона?

18. Як можна розрахувати поточну дохідність відсоткової облигації?
19. Як можна визначити дохідність б'юджетного (депозитного) сертифіката?
20. Як розрахувати дохідність векселя?

Рекомендована література:

Основна [7,9,10,11, 17,21, 28,29, 32,33,34,35,37,39].

Допоміжна [42,45,52,53].

Інформаційні ресурси Інтернет [87-94].

Міжнародні видання [65,69,72,73,84,86].

ТЕМА 7. РИНОК ПОХІДНИХ ТА СТРУКТУРОВАНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Мета - оволодіти знаннями щодо сутності строкового ринку фінансових інструментів .

План лекційного заняття

1. Сутність строкового ринку та строкових угод.
2. Загальна характеристика похідних фінансових інструментів.
3. Ф'ючерсні контракти та індексні стратегії.
4. Технології угод з опціонними контрактами.

Ключові терміни та поняття: строкова угода, дериватив, похідний фінансовий інструмент, форвардний ринок, ф'ючерсний ринок, опціонний ринок, ринком своп-контрактів, хеджування, спекуляція, арбітражні операції, ф'ючерсні угоди, форвардні угоди, опціонні угоди, свопи, варіаційна маржа, товарний ф'ючерсний контракт, фінансовий ф'ючерс, опціон, опціонний сертифікат.

1. Сутність строкового ринку та строкових угод.

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

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

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

Строковий ринок за способом розміщення та обігу похідних фінансових інструментів поділяється на первинний і вторинний, а за формою організації – на біржовий і позабіржовий. Структура строкового ринку за видами класу основних похідних фінансових інструментів представлена форвардним, ф'ючерсним, опціонними ринками та ринком своп-контрактів.

Для позначення позиції покупця або продавця на строковому ринку використовують відповідну термінологію. Коли учасник ринку купує контракт, це означає відкриття або посідання ним *довгої позиції* (встає у купівлю), а коли продає – посідає або відкриває *коротку позицію* (встає у продаж). Отже, і купівля, і продаж на строковому ринку є *відкриттям позиції*. Закрити позицію можна за допомогою протилежної угоди. Якщо учасник має відкриту коротку позицію (продаж контракту), він може її закрити шляхом відкриття довгої позиції (купівля контракту). Угоду, за допомогою якої закривають відкриту позицію, носить назву *офсетної*.

Використання строкових угод надає такі можливості для економічних агентів:

– *хеджування*, за якого деривативи використовуються для страхування ризиків – можливих збитків та додаткових втрат при проведенні операцій;

– використання деривативів як інструментів *спекуляції*, що полягає у формуванні певних очікувань на основі прогнозування майбутнього та використання їх для одержання прибутку від різниці в ціні продажу та купівлі товарів чи фінансових інструментів. При цьому, за нормальних умов спекуляція є стабілізуючим фактором, що сприяє згладжуванню цін та підвищує ліквідність ринку;

– здійснення *арбітражних операцій*.

Сутність ринку деривативів найбільш повно розкривається у тих *функціях*, що він виконує :

- посвідчення прав, що випливають з володіння основними фінансовими інструментами;
- надання додаткових пільг власникам основних фінансових інструментів;
- забезпечення вільного обігу основних фінансових інструментів;
- можливість використання деривативів для стабілізації фінансового стану суб'єктів господарювання в умовах нестабільності ринкової економіки;
- фіксація очікуваних курсів і страхування від зниження курсів фінансових інструментів;
- можливість заміни базових активів їх сурогатними формами;
- забезпечення проникнення основних фінансових інструментів на іноземні ринки капіталу.

Основна функція та призначення строкового ринку полягає у формуванні механізмів хеджування (мінімізації) цінових ризиків. Метою хеджування є відокремлення фінансового ризику від базового активу за допомогою деривативу та передача цього ризику від одного учасника угоди іншому. Хеджування фінансових ризиків полягає у купівлі-продажу певних деривативів. Відповідно, залежно від техніки проведення операцій розрізняють хеджування продажем та хеджування купівлею. *За хеджування продажем* виробник продукції укладає деривативну угоду з метою захисту від зниження ціни продажу свого товару в майбутньому на визначену дату або задля

Рис. 7.1. Види похідних фінансових інструментів (деривативів)

захисту своїх прибутків від зростання курсів валюти та процентних ставок. Цей вид хеджування застосовується виробниками сільськогосподарської продукції, які реалізують її на внутрішньому ринку та користуються у своїй господарській діяльності кредитами. *За хеджування купівлею* деривативні контракти укладаються з метою захисту від збільшення закупівельної ціни певного товару в майбутньому або від зниження курсів валют чи процентних ставок. У цьому разі хеджування допомагає мінімізувати ризики тих учасників аграрного ринку, які закупають необхідні оборотні засоби для своєї діяльності, зокрема на зовнішніх ринках за валютні кошти, або надають товарні позики іншим виробникам сільськогосподарської продукції.

Учасників строкових ринків прийнято поділяти на три категорії, зокрема хеджери, спекулянти та арбітражери.

Хеджер – це особа, яка страхує на строковому ринку свої фінансові активи або результати угод.

Відповідно до П (С) БО 13 «Фінансові інструменти», *хеджування* – застосування одного чи декількох інструментів хеджування з метою повної чи часткової компенсації змін справедливої вартості об'єкта хеджування або пов'язаного з ним грошового потоку; *об'єкт хеджування* – актив, зобов'язання або майбутня операція, що створюють для підприємства ризик зміни справедливої вартості цих активів і зобов'язань або зміни грошових потоків, пов'язаних з майбутньою операцією.

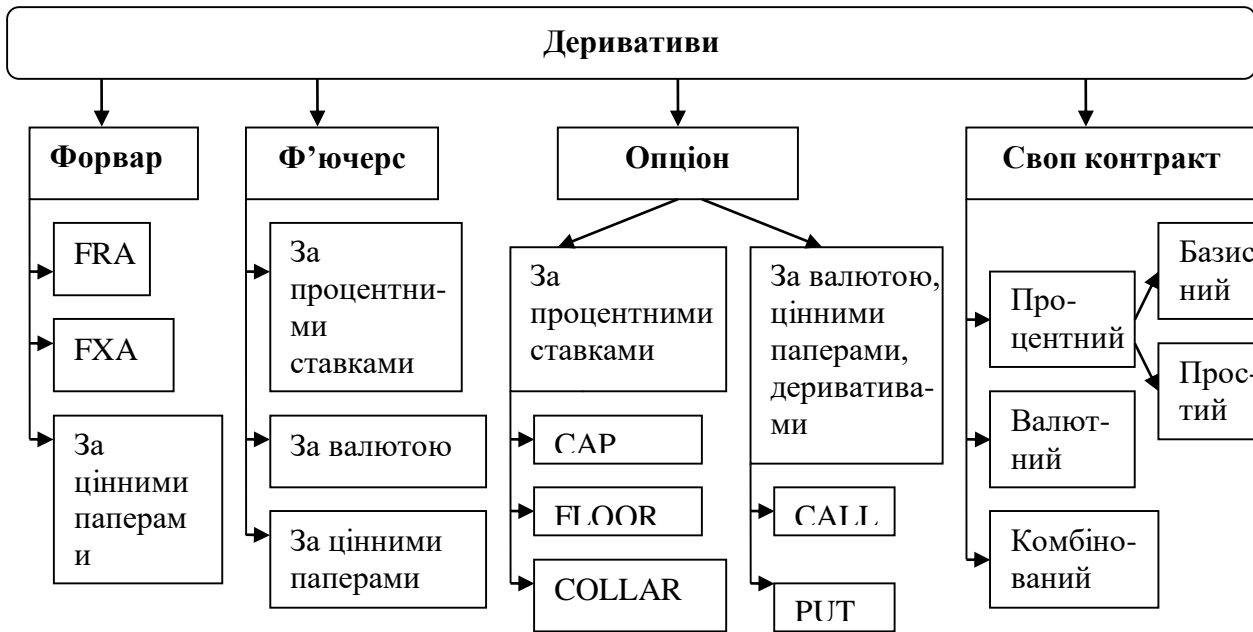
Спекулянт – особа, яка намагається отримати прибуток за рахунок змін цін на строковому ринку.

Арбітражер – особа, яка отримує прибуток за рахунок одночасної купівлі-продажу одного й того самого активу на різних ринках.

2. Загальна характеристика похідних фінансових інструментів.

Основу класу похідних фінансових інструментів становлять ф'ючерсні, форвардні, опціонні угоди та свопи (рис. 7.1)

Одним із найпоширеніших у світі деривативів є **ф'ючерс** – універсальний фінансовий інструмент, що широко використовується в інвестиційних стратегіях.



Ф'ючерс (англ. *futures*), або **ф'ючерсний контракт** – стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент виконання зобов'язань сторонами контракту.

Ф'ючерсні контракти стандартизовані щодо кількості, якості базового активу, дати поставки. Вони є біржовими деривативами, а отже, високоліквідними фінансовими інструментами.

Ф'ючерсна ціна являє собою поточну точку зору учасників ринку на вартість товару з поставкою в майбутньому. Різниця між цінами на певний товар на реальному (спотовому) і ф'ючерсному ринках називається **базисом**.

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

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

Залежно від прав, що надаються власнику (покупцю) опціону, такі деривативи поділяються на опціони на продаж (*put*) та опціони на купівлю (*call*). **Опціон put** надає власникові (покупцеві) опціону право на продаж через визначений час за наперед обумовленою ціною певного виду активу. Продавець опціону *put* зобов'язаний купити цей актив у покупця такого опціону. **Опціон call** надає власнику право на купівлю через визначений час за наперед обумовленою ціною певного активу, який йому зобов'язаний продати продавець опціону.

Ціну базового активу, зафіксовану в опціонному контракті, за якою буде продано цей актив, називають **страйковою ціною**, або ціною виконання. Опціони мають також внутрішню вартість. Так, внутрішня вартість опціону *call* – це різниця між спотовою ціною базового активу та ціною виконання опціону, а опціону *put* – різниця між ціною виконання опціону та спотовою ціною базового активу.

Основні відмінності опціонів, що перебувають в обігу на біржовому ринку, від тих, які перебувають в обігу поза біржею, полягають у тому, що:

- 1) біржові опціони мають стандартизовані страйкові ціни та дати виконання;

- 2) за торгівлі опціонами на біржі, як і при торгівлі ф'ючерсами, значну роль відіграють клірингові установи;
- 3) витрати з проведення операцій на біржовому ринку значно менші від витрат на ведення операцій поза біржею;
- 4) опціони, як і інші біржові фінансові інструменти, є більш ліквідними порівняно з позабіржовими;
- 5) вторинний ринок позабіржових опціонних контрактів є досить обмеженим.

У біржовій торгівлі опціонами велику роль відіграють клірингові установи, які виконують такі функції:

- гарантують виконання сторонами зобов'язань за контрактом;
- забезпечують виконання контракту через проведення офсетної угоди з виплатою різниці між ціною продажу та ціною купівлі опціону без поставки реального активу;
- здійснюють облік всіх укладених угод;
- проводять експертизу документів, що надходять, реєструють угоди;
- стають гарантом виконання умов угоди після її реєстрації.

Вважається, що опціонна премія складається з двох складових: внутрішньої вартості опціону та часової вартості. *Внутрішня вартість* опціону дорівнює різниці між курсом і страйком, якщо опціон знаходиться у грошах, і дорівнює нулю в інших випадках. *Часова вартість опціону* залежить від багатьох чинників, зокрема поведінки ринкового курсу, його стійкості, часу тощо

Форвард (англ. *forward*), або **форвардний контракт**, — це угода між двома сторонами, за якою одна сторона зобов'язується у визначений момент часу в майбутньому продати певний базовий актив, а друга — купити цей актив за ціною та на умовах, зафіксованих в угоді на визначену дату в майбутньому.

Відповідно до Податкового Кодексу України (ст. 14.1.45.3), *форвардний контракт* — цивільно-правовий договір, за яким продавець зобов'язується у майбутньому в установленний строк передати базовий актив у власність покупця на визначених умовах, а покупець зобов'язується прийняти в установленний строк базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену таким договором.

Ще одним деривативом із тривалим терміном виконання є **своп** (англ. *swop*), що є угодою між двома контрагентами, котра містить зобов'язання сторін щодо здійснення в майбутньому платежів (одноразових чи періодичних) відповідно до визначених у контракті умов.

Відповідно до Податкового Кодексу України (ст. 14.1.45.1), *своп* — це цивільно-правова угода про здійснення обміну потоками платежів (готівкових або безготівкових) чи іншими активами, розрахованими на підставі ціни (котирування) базового активу в межах суми, визначеної договором на конкретну дату платежів (дату проведення розрахунків) протягом дії контракту.

Процентний своп — це угода між двома контрагентами про обмін процентними платежами в розрахунку на визначену суму з метою встановлення нижчих витрат запозичення. На практиці розрізняють два типи процентних свопів:

- 1) прості, що передбачають обмін фіксованої процентної ставки на змінну або навпаки;
- 2) базисні, коли змінна процентна ставка обмінюється на таку саму, тільки розраховану на основі іншої базової ставки.

Зміст **валютного свопу**, або свопу з крос-курсами валют, полягає в обміні процентних платежів і номіналу в одній валюті на процентні платежі й номінал у іншій валюті.

Товарні свопи — це угода двох сторін щодо обміну певної суми грошей (котра визначається фіксованою ціною якогось товару) на змінну суму грошей, що базується на ринковій ціні цього товару.

3. Ф'ючерсні контракти та індексні стратегії.

Відповідно до Податкового Кодексу України (ст. 14.1.45.4), **ф'ючерсний контракт** (*ф'ючерс*) — стандартизований строковий контракт, за яким продавець зобов'язується у

майбутньому в установлений строк (дата виконання зобов'язань за ф'ючерсним контрактом) передати базовий актив у власність покупця на визначених специфікацією умовах, а покупець зобов'язується прийняти базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену сторонами контракту на дату його укладення.

У контракті без поставки базового активу (*розрахунковий ф'ючерс*) одна сторона в день виконання контракту виплатить іншій стороні грошову суму, що дорівнює різниці в цінах контракту на дату укладання угоди та дату виконання її умов (на дату відкриття та закриття позиції).

За результатами кожної торгової сесії розраховується ф'ючерсна ціна закриття (за останніми перед закриттям угодами) і середня ф'ючерсна ціна. Ці ціни використовуються кліринговою установою щодня для перерахунку за ф'ючерсними контрактами.

Розмір початкової маржі встановлюється розрахунковою установою (біржею) і може змінюватися залежно від цілей біржі. Під час визначення величини маржі враховують такі чинники:

- 1) максимальні наявні відхилення ціни активу в контрактах за минулі періоди;
- 2) можливість зниження початкової маржі, якщо біржа бажає залучити учасників на ринок цього контракту.

Наприкінці кожного біржового дня біржею визначаються ціни ф'ючерсних контрактів, які потім використовуються для внесення змін у рахунки клієнтів. Цю процедуру називають *marked to market* — переоцінка позицій відповідно до поточних ринкових цін. Клірингова установа знімає кошти з рахунків тих, хто зазнав збитків, і нараховує відповідні суми тим, хто отримав прибутки. Кошти зі збиткових рахунків переказують на прибуткові впродовж ночі.

Поточний прибуток або збиток за відкритою позицією, який виражається в платежах клієнта або від клієнта, називають варіаційною маржею.

Варіаційна маржа — це грошові кошти, що підлягають нарахуванню або списанню по кліринговому рахунку клієнта в разі відхилення ціни укладення угоди від котирувальної. Тобто це прибуток або збиток, за яким виконують взаєморозрахунки між учасниками ринку. Її розраховують залежно від стану контракту так:

$$VM_1 = V_T - V_3,$$

де VM_1 — варіаційна маржа за позицією, що відкрита у ході цієї торгової сесії і залишається відкритою після її закінчення; V_T — вартість контракту за розрахунковою ціною цієї торгової сесії; V_3 — вартість контракту на момент закриття позиції.

Варіаційна маржа за позицією, що відкрита під час однієї з попередніх сесій і залишається відкритою у цій торговій сесії,

$$VM_2 = V_T - V_{II},$$

де V_{II} — вартість контракту за розрахунковою ціною попередньої торгової сесії.

Варіаційна маржа за позицією, що відкрита під час однієї з попередніх торгових сесій і закрита у цій торговій сесії шляхом укладання контракту з протилежною позицією,

$$VM_3 = V_{III} - V_{II},$$

де V_{III} — вартість контракту, укладеного з протилежною позицією.

Якщо $VM > 0$, її списують з рахунку фірми-продавця і зараховують на субрахунок фірми-покупця, а якщо $VM < 0$ — чинять навпаки.

Якщо внаслідок операцій залишок коштів на клієнтському рахунку стане меншим за деяку встановлену біржею величину, яку називають підтримувальною маржею, клієнт внесе на свій рахунок так звану *додаткову маржу*. Якщо додаткова маржа не буде внесена клієнтом протягом 24 годин, його позиція на біржі закритється. На відміну від початкової маржі, додаткову маржу вносять лише грошовими коштами. *Підтримувальна маржа* — це мінімальний рівень, до якого може знизитись залишок коштів на рахунку інвестора внаслідок

небажаного руху цін. Сума, що перевищує підтримувальну маржу, може бути вилучена інвестором у будь-який час.

Більшість ф'ючерсних контрактів мають дозволені *верхню та нижню межі коливання ціни кожного дня*. Це так звані граничні значення котирувальної ціни — максимальне та мінімальне значення, в межах якого може змінюватися ціна контракту впродовж торгової сесії. У разі, коли ціна виходить за припустимі межі, йдеться про закриття верхню чи нижню межу. Закрита нижня межа не дає можливості покупцям вільно ввійти в ринок або залишити його, а закрита верхня межа так само впливає на продавців. Тобто торги тривають, але у напрямі зменшення цінових коливань. Якщо закрита цінова межа діє кілька днів поспіль, біржа розширює цю межу.

Товарний ф'ючерсний контракт – це угода між продавцем або покупцем, з одного боку, і кліринговою установою біржі, з іншого, про поставку стандартної кількості відповідного товару за узгодженою ціною на конкретну дату в майбутньому.

Фінансовий ф'ючерс є контрактом, в основі яких лежать фінансові інструменти. Основними їх видами є валютні, процентні ф'ючерси та ф'ючерси на фондові індекси.

Ф'ючерсний контракт на іноземну валюту – це угода між продавцем (покупцем) та кліринговою установою біржі про продаж (купівлю) стандартної суми однієї валюти за іншу за узгодженим валютним курсом на конкретну дату у майбутньому.

Ф'ючерсний контракт за короткостроковими відсотковими ставками – це угода між продавцем або покупцем, з одного боку, та кліринговою установою біржі, з іншого про прийняття на депозит стандартної суми грошових коштів під визначену грошову ставку на конкретну дату в майбутньому.

Ф'ючерсний контракт на фондові індекси являє собою контракт, який базується на вартості фондового індексу, що лежить в їх основі.

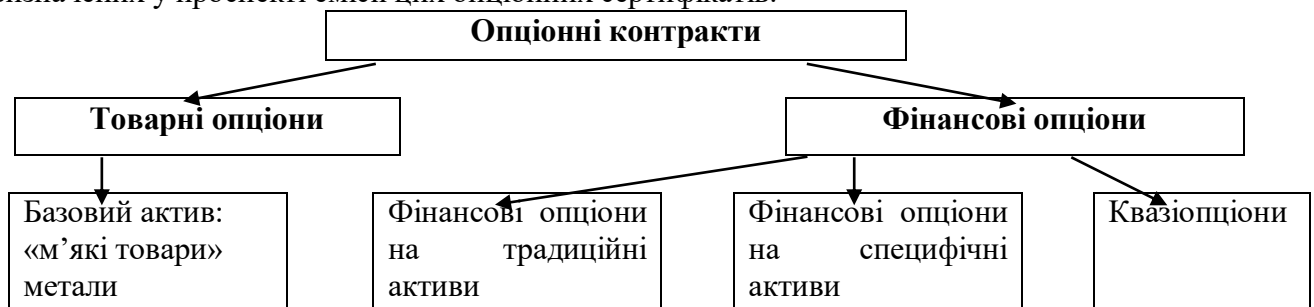
Оскільки на всі акції, що входять до бази індексу, сплачуються дивіденди, то у випадку ф'ючерсного контракту на біржовий індекс інвестиційна дохідність дорівнює поточній дохідності за акціями. Тоді *вартість поставки* дорівнює різниці між річною ставкою фінансування (річною процентною ставкою за кредитами) і річною поточною дохідністю, що множитья на кількість днів до поставки, розділену на 365.

Базис ф'ючерсного контракту визначається як різниця між спотовою ціною активу та ф'ючерсною ціною, що склалась на ринку.

4. Технології угод з опціонними контрактами.

Відповідно до Податкового Кодексу України (ст. 14.1.45.4), **опціон** — цивільно-правовий договір, згідно з яким одна сторона контракту одержує право на придбання (продаж) базового активу, а інша сторона бере на себе безумовне зобов'язання продати (придбати) базовий актив у майбутньому протягом строку дії опціону чи на встановлену дату (дату виконання) за визначеною під час укладання такого контракту ціною базового активу. За умовами опціону покупець виплачує продавцю премію опціону.

Відповідно до Рішення НКЦПФР «Про затвердження Порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії» від 23.03.2017 № 209, **опціонний сертифікат** – стандартний документ (цінний папір), що засвідчує право його власника на придбання в емітента опціонного сертифіката (опціонний сертифікат на придбання) або на продаж емітентові опціонного сертифіката (опціонний сертифікат на продаж) базового активу в строк та на умовах, визначених у проспекті емісії цих опціонних сертифікатів.



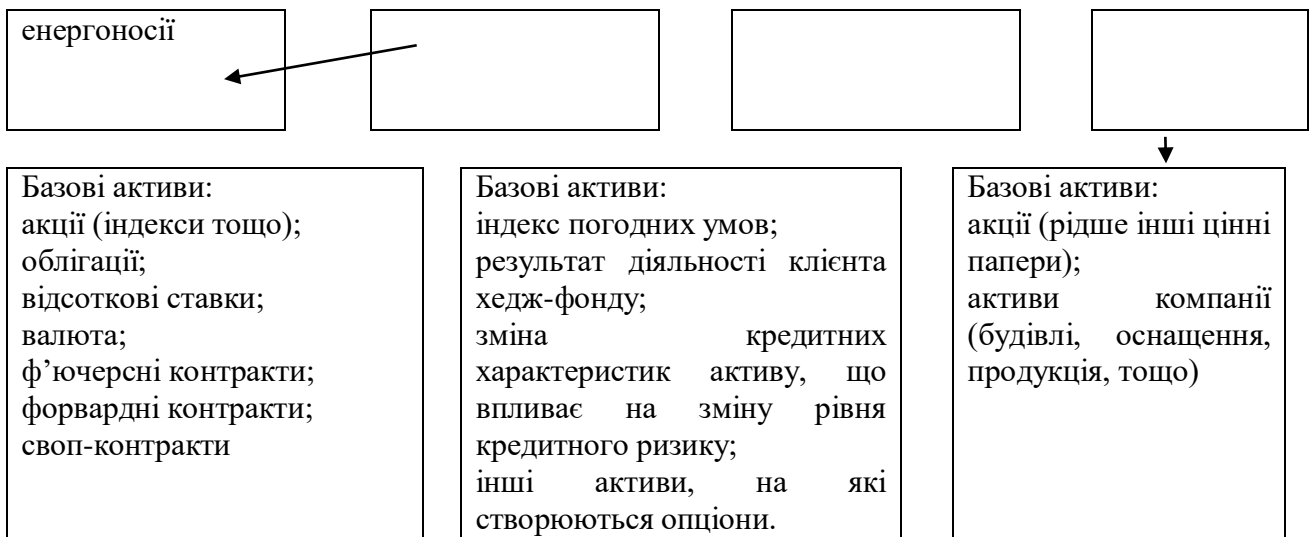


Рис. 7.2. Класифікація опціонних контрактів за базовим активом

Традиційним є поділ опціонних контрактів на товарні та фінансові (рис. 7.2). *Фінансові опціони* – опціонні контракти, де в якості базових активів використовуються виключно фінансові інструменти з відповідними кількісними індикаторами, зокрема валюта (курс валюти), відсоткові ставки (рівень ставки), цінні папери (курс) та фондові індекси. Фінансові опціони у складі фінансових інструментів представлено на рис. 7.3.

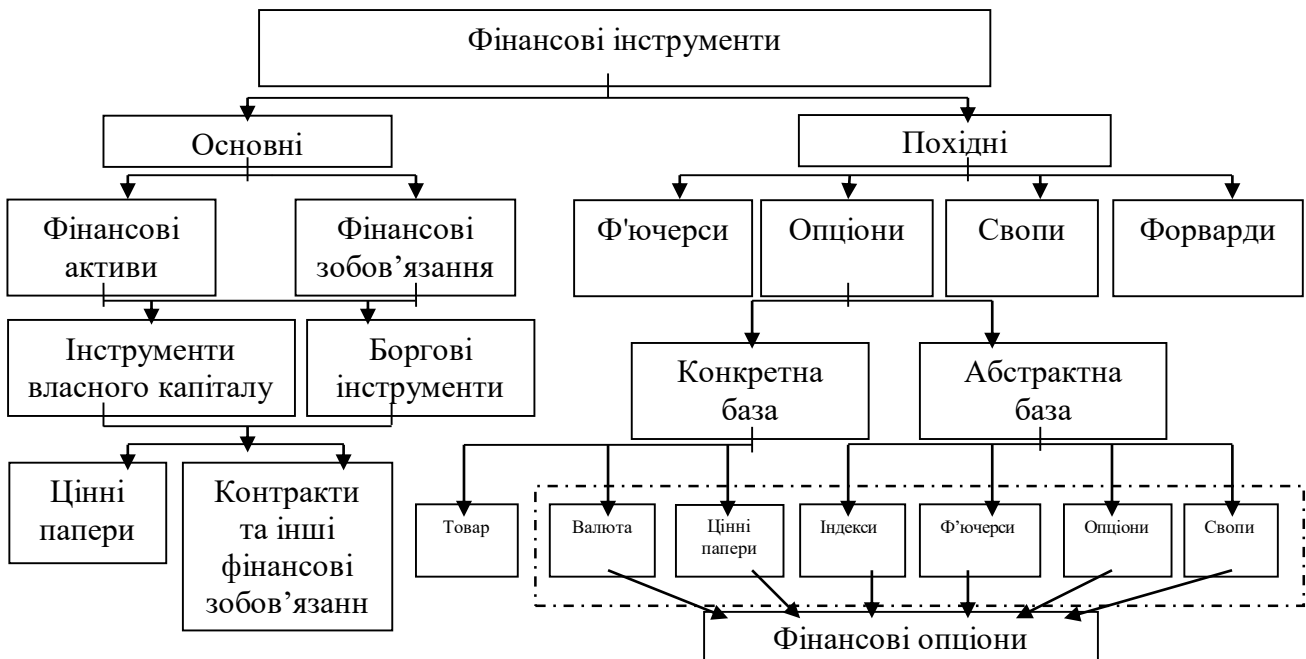


Рис. 7.3. Фінансові опціони у складі фінансових інструментів

Одним з важливих критеріїв класифікації угод з опціонами є ступінь ризику, відповідно до цього можна виділити спекулятивні, арбітражні та хеджеві технології угод з опціонними контрактами (табл. 7.4). Це дає змогу визначити завдання кожної опціонної технології – прийняття ризику на себе, уникнення ризику або його мінімізація.

Таблиця 7.4

Класифікація опціонних контрактів за технологіями угод

Вид технології	Вид опціонного контракту
----------------	--------------------------

Спекуляція	продаж опціону <i>Put</i> ; продаж опціону <i>Call</i> ; зворотний спред покупця; зворотний спред продавця; «рейтио» спред з опціонів <i>Call</i> ; «рейтио» спред з опціонів <i>Put</i>
Арбітраж	купівля базового активу і покупка опціону <i>Put</i> ; короткий продаж базового активу та купівля опціону <i>Call</i> ; спред: вертикальний, горизонтальний та діагональний; стелаж; стренгл; бекспред (з опціонів <i>Call</i> , з опціонів <i>Put</i>)
Хеджування	купівля базового активу і покупка опціону <i>Put</i> ; короткий продаж базового активу і покупка опціону <i>Call</i> ; купівля базового активу та продаж опціону <i>Call</i> ; продаж базового активу та продаж опціону <i>Put</i>

Основними характеристиками опціонного контракту є: назва цінного паперу; вартість опціону (премія); дата закінчення строку дії опціону (як правило, три, шість місяців, рік); ціна, за якою цінний папір може бути куплений або проданий за умовами опціону (страйкова ціна або ціна виконання); тип опціону (*Call* або *Put*).

Переваги та недоліки розвитку ринку опціонів для основних суб'єктів ринку цінних паперів наведено на рис. 7.5.

Таблиця 7.5

Переваги та недоліки розвитку ринку опціонів для основних суб'єктів фінансового ринку

Суб'єкти	Переваги	Недоліки
Інвестори	розширення можливостей управління ризиком; розширення переліку потенційно дохідних активів; відносна дешевизна операцій з опціонами	підвищена волатильність опціонів, що обумовлює: підвищений ризик операцій з опціонами; складність прогнозування та прийняття інвестиційних рішень
Спекулянти	розширення можливостей гри на зміні курсів фінансових активів; комбінація відносно високої дохідності та низької потреби в капіталі	підвищена увага з боку держави та організаторів торгів; підвищений ризик вкладення коштів
Емітенти	зростання привабливості для інвесторів через розширення можливостей управління ризиками	ризик відтоку потенційних інвестиційних ресурсів у сферу операцій з опціонами
Організатори торгів та біржові посередники	зростання активності та ліквідності ринку; зростання прибутків біржі та біржових посередників	зниження стійкості ринку; потреба запровадження додаткових заходів регулювання ринку
Держава	розвиток фінансового ринку; створення передумов зростання інвестиційної активності	зростання ризику глибоких потрясінь ринку цінних паперів; додаткові витрати на реалізацію регуляторної політики

Питання для самоконтролю

1. Що таке строкові угоди? Які вони бувають?
2. Які можливості для економічних агентів надає строковий ринок?
3. Які функції в економіці відіграє ринок деривативів?

4. Чим відрізняється хеджер від арбітражера?
5. Що представляє собою базовий актив похідного фінансового інструменту?
6. Відмінні та спільні риси форвардних і ф'ючерсних контрактів.
7. Що таке страйкова ціна і внутрішня вартість деривативу?
8. Яку функцію на строковому ринку виконують спекулянти?
9. Що таке свопи і на які види вони поділяються?
10. У чому полягають особливості ф'ючерсних контрактів?
11. Що таке варіаційна маржа і як вона розраховується?
12. У чому специфіка індексних стратегій з ф'ючерсними контрактами?
13. Які еволюційні етапи пройшов ринок опціонів у світі і в Україні?
14. Як можна класифікувати опціонні контракти за базовим активом?
15. У чові відмінності опціону Call і опціону Put?

Рекомендована література:

Основна [1,5,6,7,9,10,11, 17,21, 28,29, 32,33,34,35,37].

Допоміжна [46,51,54,56,60].

Інформаційні ресурси Інтернет [87-94].

Міжнародні видання [68,74,75,79,80].

ТЕМА 8. ПЕРВИННИЙ ТА ВТОРИННИЙ РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Мета - оволодіти знаннями щодо функціонування ринку цінних паперів та розподілу на первинний та вторинний ринки.

План лекційного заняття

1. Первинний ринок: функції та суб'єкти
2. Специфіка механізму розміщення цінних паперів
3. Організатори торгівлі на вторинному ринку цінних паперів
4. Операційний механізм фондової біржі. Електронна торговельна система
5. Індекси міжнародних і національних ринків цінних паперів

Ключові терміни та поняття: первинний ринок, емісія, випуск цінних паперів, розміщення цінних паперів, проспект цінних паперів, емітент, іноземний емітент, емісійні цінні папери, випуск та розміщення акцій, інвестори в цінні папери, індивідуальні інвестори, інституційні інвестори, недобросовісна емісія цінних паперів, фондова біржа, державна фондова біржа, приватна фондова біржа, спеціалізована фондова біржа, універсальна фондова біржа, статут фондової біржі, правила фондової біржі, біржові торги, простий аукціон, прямий аукціон, реверсний аукціон, аукціон втемну, подвійний аукціон, безперервний аукціон, система електронних торгів, безперервний подвійний аукціон, односторонній аукціон, біржова угода, заявка, електронна технологія біржової торгівлі, фондовий індекс.

1. Первинний ринок: функції та суб'єкти

Первинний ринок – це ринок, що обслуговує випуск (емісію) та первинне розміщення цінних паперів. Він має складну структуру, яка багато в чому залежить від структури фінансового ринку, кількості його учасників і фінансових інструментів, їх класів і видів, ступеня розвитку інфраструктури тощо (рис. 8.1).

Емісія – це встановлений законодавством порядок і послідовність з дій емітента щодо виведення цінних паперів на первинний ринок. Емісія цінних паперів включає: визначення розміру випуску; підготовку та публікацію проспекту емісії; реєстрацію випуску; друк бланків цінних паперів (за умови випуску в документарній формі); публікацію оголошення про здійснення емісії. Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV, *емісія* – сукупність дій емітента, що провадяться в установленій законодавством послідовності і спрямовані на розміщення емісійних цінних паперів серед їх перших власників.

Перший власник – особа, яка набула права власності на цінні папери безпосередньо від емітента або особи, яка видала неемісійний цінний папір, чи андеррайтера. *Випуск цінних паперів* – сукупність певного виду емісійних цінних паперів одного емітента, однієї номінальної вартості, які мають однакову форму випуску і міжнародний ідентифікаційний номер, та забезпечують їх власникам однакові права незалежно від часу придбання і способу їх емісії.

Розміщення цінних паперів – відчуження цінних паперів у процесі їх емісії у порядку, встановленому законодавством, та з урахуванням положень проспекту.

Проспект цінних паперів – документ, який оформлюється при здійсненні публічної пропозиції цінних паперів та містить інформацію відповідно до вимог, визначених законодавством.

До основних суб'єктів первинного ринку цінних паперів зазвичай відносять емітентів, осіб, які видали неемісійні цінні папери, а також інвесторів. Посередниками на цьому ринку виступають андеррайтери, які працюють на ринку на основі виданої НКЦПФР ліцензії.



Рис. 2. Місце емітентів та інвесторів у формуванні попиту та пропозиції на цінні папери на первинному ринку

В Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV визначено, що **емітент** – це юридична особа, у тому числі Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, міська рада, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади чи міжнародна фінансова організація, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання за ними перед їх власниками. *Іноземний емітент* – юридична особа, яка створена відповідно до законодавства іншої держави та здійснює емісію цінних паперів на території України, або юридична особа, цінні папери якої зареєстровані відповідно до законодавства іншої держави та допуск до обігу на території України яких надано НКЦПФР. До них віднесено міжнародні фінансові організації.

Таким чином, українське законодавство окреслює коло осіб, які належать до категорії «емітенти» та зазначає, що вони розміщують *емісійні цінні папери*. Такі цінні папери мають такі властивості: 1) розміщуються випусками; 2) у межах одного випуску володіють однорідними ознаками та реквізитами; 3) забезпечують власникам однаковий обсяг прав незалежно від часу придбання та способу їх емісії в середині одного випуску. Розподіл емітентів цінних паперів у розрізі видів емісійних цінних паперів, які вони випускають наведено на рис. 8.3

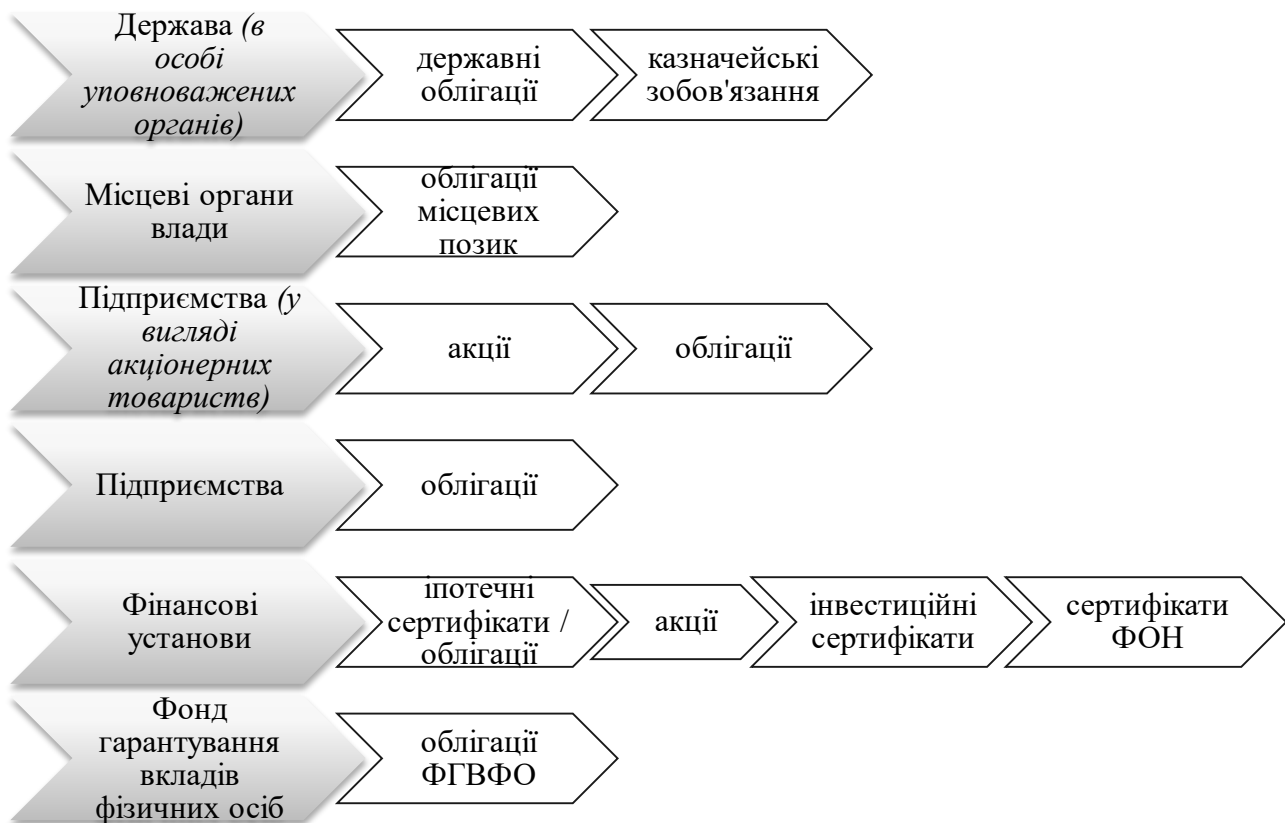


Рис. 8.3. Емітенти цінних паперів та види емісійних цінних паперів, які вони випускають, в Україні

На первинному ринку випускаються та розміщуються в основному акції та облигації.

Випуск та розміщення акцій дозволяє підприємствам залучити кошти на постійній основі та може слугувати вирішенню таких завдань: 1) формування статутного капіталу під час створення підприємства; 2) зміна величини статутного капіталу; 3) реорганізація підприємства; 4) регулювання пропорцій між власним та залученим капіталом тощо.

Інвестори в цінні папери – фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства (Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV). Інвестори можуть бути індивідуальними та інституційними.

На ринку цінних паперів в якості **індивідуальних інвесторів** виступають фізичні особи, які вкладають свої кошти, майно та немайнові права в цінні папери. Вони можуть інвестувати свої кошти самостійно, а можуть це робити через інституційних інвесторів, які виступають в ролі фінансових посередників.

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

Недобросовісна емісія цінних паперів – дії, що порушують встановлену процедуру емісії і є підставою для прийняття рішення про відмову в реєстрації випуску цінних паперів, звіту про результати емісії цінних паперів та відмову в затвердженні проспекту, а також зупинення розміщення цінних паперів.

НКЦПФР приймає рішення про визнання **емісії цінних паперів недійсною** у разі, якщо: 1) порушення, що стали підставою для зупинення розміщення цінних паперів, не усунені

протягом 15 днів після прийняття НКЦПФР відповідного рішення; 2) НКЦПФР не надіслані документи, що підтверджують усунення порушень.

2. Специфіка механізму розміщення цінних паперів

За економічним змістом розміщення цінних паперів є угодою на первинному ринку цінних паперів в процесі якої відбувається перехід паперу від емітента до першого власника. У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV визначено, що **розміщення цінних паперів** – це відчуження цінних паперів у визначений проспектом емісії цінних паперів спосіб. Успішне розміщення ґрунтується на детальному вивченні ринку, врахуванні всіх можливих ризиків, виконанні цілої низки визначених державою дій щодо офіційного оформлення емісії.

Розміщення цінних паперів на первинному ринку завжди здійснюється відповідно до усталеної процедури, що включає такі обов'язкові етапи:

1. Вивчення кон'юнктури первинного ринку, ризиків, що можуть супроводжувати емісію цінних паперів, а також вивчення фінансового стану підприємства та потреби у фінансових ресурсах.
2. Планування розміщення, що передбачає визначення виду цінних паперів, обсягу емісії, умов розміщення, форми розміщення, а також планування інших заходів, які можуть супроводжувати розміщення цінних паперів на первинному ринку. За умови що емітент обрав форму опосередкованого розміщення, на зазначеному етапі можуть здійснюватися підготовка проекту та укладання договору з андеррайтером.
3. Підготовка документів (заявки) для реєстрації розміщення в уповноважених органах державної влади, у тому числі розробка проспекту емісії.
4. Реєстрація випуску цінних паперів в уповноважених органах державної влади, що створює для емітента правову основу для виходу на первинний ринок та надає йому право проведення первинного розміщення цінних паперів на ринку.
5. Інформаційне забезпечення розміщення, що передбачає оприлюднення проспекту емісії з його наступною публікацією. Цей етап спрямований на забезпечення потенційних інвесторів усією необхідною інформацією, яка дасть їм змогу оцінити переваги вкладання коштів у відповідні цінні папери і, можливо, сформує зацікавленість у придбанні щойно емітованих цінних паперів.
6. Укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії цінних паперів.
7. Безпосереднє розміщення цінних паперів на первинному ринку відповідно до умов, визначених проспектом емісії.
8. Затвердження результатів розміщення цінних паперів вищим органом управління емітента та підготовка звіту про результати розміщення цінних паперів з його наступним поданням до уповноваженого органу державного управління.
9. Державна реєстрація звіту про результати розміщення цінних паперів з отриманням державного свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів та оприлюднення результатів розміщення.

Розміщення цінних паперів на первинному ринку може відбуватися у прямій та опосередкованій формах.

Пряме розміщення передбачає безпосередню взаємодію інвесторів та емітента у процесі організації розміщення цінних паперів. Таке розміщення зазвичай характеризується підвищеним рівнем ризику для емітента, що пов'язано з відсутністю у емітента належного досвіду, знань та ділової репутації у даній сфері об'ємність процедури розміщення цінних паперів тощо.

На розвинених ринках цінних паперів емітенти зачасту віддають перевагу розміщенню цінних паперів через професійних учасників ринку цінних паперів – **опосередковане розміщення**. Сам професійний учасник повинен володіти відповідною ліцензією на здійснення такого різновиду професійної діяльності з торгівлі цінними паперами як андеррайтинг.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV, **андеррайтинг** – укладення торговцем цінними паперами договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у

процесі емісії цих цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом. Андеррайтинг може використовуватися як при розміщенні акцій, так і при розміщенні облігацій.

У цілому, професія андеррайтера поширена у сфері страхування, банківської справи та на ринку цінних паперів. **Андеррайтер на ринку цінних паперів** – професійний учасник ринку, торговець цінними паперами, який зобов'язується розмістити цінні папери емітента.

Основні функції андеррайтера: 1) розробка рекомендацій: на якому ринку чи біржі здійснити емісію цінних паперів; щодо розміру випуску й методу емісії; щодо ціни при випуску; 2) виконання підготовки документації по емісії; 3) оголошення про майбутню емісію; 4) розподіл (продаж) емісії за заявками або на ринку; 5) післяринкова підтримка (підтримання курсу до 1 року); 6) аналітична й дослідницька підтримка.

Публічне розміщення цінних паперів – спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оприлюднення в будь-який інший спосіб повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб. У свою чергу, **приватне розміщення цінних паперів** – спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження шляхом безпосередньої письмової пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100 (для акцій публічного акціонерного товариства – акціонерам такого товариства, а також заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100).

3. Організатори торгівлі на вторинному ринку цінних паперів

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV, **фондова біржа** – це професійний учасник ринку цінних паперів, який створює організаційні, технологічні, інформаційні, правові та інші умови для збирання та поширення інформації стосовно пропозицій цінних паперів та інших фінансових інструментів і попиту на них, проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів згідно з правилами, що встановленими такою фондовою біржею.

Державні біржі засновуються органами державної влади та перебувають під жорстким контролем з боку держави. *Приватні фондові біржі* створюються торговцями у формі акціонерних товариств і є абсолютно самостійними в організації біржової торгівлі. *Змішані фондові біржі* створюються як акціонерні товариства зп умови, що не менше 50 % їх капіталу належить державі. Українські біржі можна віднести до змішаного типу.

За організаційно-правовим статусом фондові біржі поділяються на *акціонерні товариства* та *товариства з обмеженою відповідальністю*. В Україні такий розподіл закріплено ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV.

За асортиментом фінансових інструментів, які торгуються, фондові біржі можуть належати до універсальних та спеціалізованих. *Спеціалізовані біржі* спеціалізуються на окремих цінних паперах чи групах цінних паперів. *Універсальні біржі* мають широко диверсифіковану номенклатуру.

За роллю у світовій торгівлі фондові біржі можуть бути міжнародні, національні та регіональні. Роль фондових бірж на ринку цінних паперів та в економіці, в першу чергу, проявляється через функції, які вони виконують.

Функції фондових бірж у вітчизняній практиці представлено в Рішенні НКЦПФР «Про затвердження Положення Про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688 .

Статут фондової біржі затверджується вищим органом фондової біржі. В ньому зазначаються її найменування і місцезнаходження, порядок управління і формування її органів та їх компетенція, мета діяльності, підстави та порядок припинення діяльності біржі, розподілу майна у разі її ліквідації.

Торгівля на фондовій біржі здійснюється за **правилами фондової біржі**, що затверджуються біржовою радою та реєструються НКЦПФР. Фондова біржа зобов'язана до подання правил фондової біржі на реєстрацію в НКЦПФР укласти договір про кліринг та

розрахунки за правочинами щодо цінних паперів з особою, яка провадить клірингову діяльність. Вимоги до зазначеного договору встановлюються НКЦПФР. До моменту укладення зазначеного договору фондова біржа не має права провадити діяльність з організації торгівлі цінними паперами.

Правила фондової біржі по кожному ринку повинні визначати: процедуру подання заявок та зазначення їх видів; особливості укладення біржових контрактів (договорів), порядок забезпечення (за наявності) виконання зобов'язань укладеними біржовими контрактами (договорами); порядок розрахунків.

4. Операційний механізм фондової біржі. Електронна торговельна система.

Відповідно до Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення Про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688, **біржові торги** – організоване подання учасниками торгів заявок на купівлю-продаж цінних паперів та інших фінансових інструментів з метою укладання на фондовій біржі контрактів (договорів) щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів відповідно до законодавства та правил біржі.

Організація та проведення біржових торгів може відбуватись у двох *формах*: 1) торги «з голосу» за технологією аукціону; 2) з використанням системи електронних торів (СЕЛТ).

Торги «з голосу» можуть відбуватися за технікою **простого аукціону**, а їх основою є інформація біржового бюлетеня (або електронно-інформаційного табло) з пропозиціями на продаж. У випадку **прямого (англійського) аукціону** перед початком торгів продавці пропонують заявки з цінами на свої фондові активи. У випадку **реверсного (голандського) аукціону** початкова ціна продавця є максимальною та поступово зменшується, цінні папери продаються першому покупцеві, якого влаштовує запропонована ціна. **Аукціон втемну (заочний тип)** – усі покупці пропонують свої заявки одночасно та таємно. Традиційна біржова торгівля заснована на принципах **подвійного аукціону**, коли покупці підвищують ціну попиту (не можна називати ціну нижче вже запропонованої), а продавці знижують ціну пропозиції (не можна називати ціну вище вже запропонованої).. Подвійні аукціони можуть існувати або у формі **онкольних («залпових»)** або **безперервних аукціонів**.

Система електронних торгів є біржовою торговою системою, що надає можливість її учасникам подавати заявки та укладати угоди щодо цінних паперів без затримань в часі в межах торгового дня з віддалених робочих місць.

Організація торгівлі цінними паперами в СЕЛТ здійснюється з використанням двох технологій:

1. **Безперервний подвійний аукціон** – передбачає безперервне співставлення зустрічних заявок учасників СЕЛТ по мірі їх надходження у відповідності з встановленою черговістю виконання заявок.

2. **Односторонній аукціон (аукціон)** – технологія укладання угод в СЕЛТ, яка передбачає надання учасниками аукціону конкурентних пропозицій на купівлю на замовлення ініціатора аукціону в порядку, який визначається Порядком проведення аукціону в СЕЛТ.

Під **біржовою угодою** розуміють угоду купівлі-продажу з допущеними на біржу цінностями, укладену між учасниками біржової торгівлі в біржовому приміщенні у встановлений час.

Водночас порядок укладення угод на біржі спирається на загальні вимоги до угод з цінними паперами. Класифікацію біржових угод наведено на рис. 8.6

Здійснення біржових торгів та як їх результат – укладення та виконання біржових угод щодо купівлі-продажу фінансового активу відбуваються в рамках певного біржового процесу .

Інвестор має можливість дати самі різноманітні доручення своєму брокеру щодо укладення угод з цінними паперами, що котируються на біржі. Заявки подаються або напередодні, або в процесі біржового торгу.

Відповідно до Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення Про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688, **заявка** – подана учасником біржових торгів згідно з правилами фондової біржі пропозиція на купівлю чи продаж цінних паперів або інших фінансових інструментів, яка містить умови, на яких пропонується здійснити укладення

біржового контракту (договору); зареєстрована фондовою біржею заявка учасника біржових торгів є пропозицією та згодою цього учасника укласти та виконати біржовий контракт (договір).

Заявка адресна – заявка, яка подана учасником біржових торгів та адресована іншому учаснику біржових торгів. *Заявка анонімна* – заявка, умови якої не дозволяють учасникам біржових торгів до моменту укладення біржового контракту ідентифікувати учасника біржових торгів, який виставив таку заявку. *Заявка безадресна* – заявка, яка подана учасником біржових торгів та адресована усім учасникам біржових торгів.

Для проведення операцій з цінними паперами брокер використовує різні накази. Вибір наказу залежить від того, які цілі ставить перед собою інвестор і що він очікує отримати від угоди. Існують три основних види наказів: ринковий, лімітований і стоп-наказ.

– *ринковий наказ (market order)* – доручення на купівлю або продаж за поточною ринковою ціною. Якщо клієнт не вказує ціну, то наказ вважається ринковим. При реалізації цього наказу на аукціонних біржових торгах брокери намагаються реалізувати угоду за найвигіднішою ціною і якнайшвидше;

– *лімітний (обмежений) наказ (limit order)* – доручення на купівлю або продаж, коли клієнт вказує ціну. Угоди на купівлю здійснюються за цією ціною або нижче, а на продаж – за встановленою ціною або вище;

– *стоп-наказ (stop order)* – доручення на купівлю або продаж, яке повинне по можливості бути реалізоване, як тільки ринкова ціна цінних паперів досягне раніше обумовленої клієнтом величини.

У залежності від часу дії лімітовані накази та стоп-накази поділяються на денні (*day orders*) і відкриті (до погашення – *until canceled*). *Денний наказ* – це наказ з денним терміном виконання. Якщо у наказі не обумовлено термін дії, то він вважається денним. *Відкритий наказ* – це наказ, що залишається в силі доти, доки він не буде відмінений або виконаний.

Накази клієнтів брокерам за своїм характером можуть бути елементарними та комбінованими. *Елементарна угода* – це угода, яка вважається виконаною, коли купівля-продаж цінних паперів відповідає їх кількості у наказі, тобто брокер повинен продати або купити все, що йому було доручено. *Комбінованою угодою* буде угода, якщо виручка від продажу одних цінних паперів спрямовується на купівлю інших або одночасно купуються одні цінні папери і продаються інші.

Електронна технологія біржової торгівлі. Більшість аналітиків виділяють такі чотири етапи освоєння електронних технологій:

- 1) торгівля в залі із застосуванням комп'ютерного забезпечення;
- 2) торгова система з використання електронного забезпечення;
- 3) електронна торгова система;
- 4) електронна біржа.

У вітчизняній практиці Рішенням НКЦПФР «Про затвердження Положення Про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688 встановлено, що **електронна торговельна система** – сукупність організаційних, технологічних та технічних засобів, що використовуються фондовою біржею для забезпечення укладання біржових контрактів (договорів) за цінними паперами та іншими фінансовими інструментами.

Електронна торговельна система повинна забезпечувати:

- 1) приймання, обробку та передачу від учасників біржових торгів заявок на купівлю-продаж допущених до торгівлі цінних паперів та інших фінансових інструментів, фіксацію укладених біржових контрактів (договорів);
- 2) підготовку інформації, необхідної для виконання біржових контрактів (договорів);
- 3) захист інформації (у тому числі на електронних носіях), що стосується укладання біржових контрактів (договорів), від втрати або несанкціонованого доступу;
- 4) обмін інформацією в електронній торговельній системі фондової біржі шляхом створення, відправлення, передавання, одержання, зберігання, оброблення, використання та знищення документів в електронному вигляді;

- 5) формування та підтримку баз даних про хід та результати біржових торгів з фіксацією часу подання учасниками біржових торгів заявок та укладання біржових контрактів (договорів);
- 6) можливість укладення біржових контрактів (договорів) у вигляді документа на папері або електронного документа з можливістю відтворення документа у паперовому вигляді, оригінали яких зберігаються на фондовій біржі.

5. Індeksi міжнародних і національних ринків цінних паперів

Фондовий індекс (індекс акцій – *stock index*, індекс облігацій – *bond index*) можна представити як показник, що розраховується за певним набором цінних паперів (акцій, облігацій), що знаходяться в обігу на ринку цінних паперів, задля оцінювання рівня та загального напрямку руху їх вартості. Його також називають індексом ділової активності.

До базових характеристик фондового індексу належать:

- 1) склад, тобто набір цінних паперів, що входять до «індексного кошику»;
- 2) базисне значення – значення на початок розрахунку індексу (початок базисного періоду), який береться за початок відліку;
- 3) статистична база;
- 4) види ваг до курсових вартостей акцій, що входять до складу індексу (за ринковою вартістю, за ринковою капіталізацією компанії);
- 5) метод зведення до середнього – використання середніх арифметичних та середніх геометричних вибраних значень.

Значення фондових індексів на ринку цінних паперів та в економіці можна відстежити через їх функції (рис. 8.8).



Рис. 8.4. Функції фондових індексів

Ефективний аналіз кон'юнктури ринку цінних паперів передбачає використання розгорнутої класифікації індексів за різними ознаками (рис. 8.9).

<p>За суб'єктом, який проводить розрахунок</p>	<ul style="list-style-type: none"> • фондові біржі • рейтингові агентства • інформаційні агенства
<p>За номенклатурою цінних паперів у списку індексу</p>	<ul style="list-style-type: none"> • акцій • облігацій
<p>За територіальною ознакою</p>	<ul style="list-style-type: none"> • інтернаціональні (глобальні) • національні • секторні • субсекторні
<p>За методом усереднення</p>	<ul style="list-style-type: none"> • на базі середньоарифметичної простої • на базі середньгеометричної (композитні) • на базі середньоарифметичної зваженої (або невиважені) • на базі середньгеометричної зваженої
<p>За способом зважування</p>	<ul style="list-style-type: none"> • з ціновим зважуванням (цінові) • з ринковим зважуванням (капіталізовані) • з рівним зважуванням
<p>За методом розрахунку</p>	<ul style="list-style-type: none"> • базисні • ланцюгові
<p>За базовим значенням</p>	<ul style="list-style-type: none"> • з базовим значенням 10 пунктів • з базовим значенням 50 пунктів • з базовим значенням 100 пунктів • з базовим значенням 1000 пунктів

Рис. 8.5. Класифікація фондових індексів

В українській практиці провідними є індекс ПФТС та індекс Української біржі (UX).

Питання для самоконтролю

1. Розкрийте сутність первинного ринку цінних паперів.
2. Які функції в структурі ринку цінних паперів виконує первинний ринок?
3. Що являють собою такі поняття як «емісія», «випуск цінних паперів» і «розміщення цінних паперів»? як вони між собою співвідносяться?

4. Розкрийте основні функції первинного ринку цінних паперів.
5. В чому полягає сутність публічного розміщення цінних паперів?
6. Охарактеризуйте етапи проведення публічного розміщення цінних паперів.
7. Порівняйте переваги розміщення цінних паперів та отримання банківських кредитів.
8. Як організовується приватне розміщення цінних паперів?
9. Які етапи включає процес приватного розміщення цінних паперів?
10. Що представляють собою організатори торгівлі ?
11. Розкрийте сутність торгівельних систем на ринку цінних паперів.
12. Охарактеризуйте функції, які виконують організатори торгівлі та торгівельні системи.
13. Яких правил повинні дотримуватися члени фондової біржі?
14. Опишіть операційний механізм функціонування фондових бірж в Україні.
15. Що таке біржове замовлення та які накази може дати клієнт брокеру?
16. За якими ознаками можна класифікувати фондові індекси?
17. Як розраховуються фондові індекси за методом середнього арифметичного зваженого і за методом середнього геометричного зваженого ?
18. Дайте загальну характеристику фондовим індексам світу.
19. Скільки фондових індексів та які включає в себе система індексів Доу-Джонса?
20. Охарактеризуйте основні фондові індекси України?

Рекомендована література:

Основна [6,7,9,10,11, 17,21, 28,29, 32,33,34,35,36, 37].

Допоміжна [46,51,52,55].

Інформаційні ресурси Інтернет [87-94].

Міжнародні видання [67,69,75,79,81,82].

ТЕМА 9. ГРОШОВИЙ РИНОК

Мета - оволодіти знаннями щодо грошового ринку, який охоплює економічні відносини, що виникають стосовно переміщення грошових потоків між його учасниками.

План лекційного заняття

1. Сутність та особливості функціонування грошового ринку.
2. Структура грошового ринку та його інструменти.
3. Ринок золота та дорогоцінних металів.
4. Специфіка операцій на міжбанківському ринку.

Ключові терміни та поняття: грошовий ринок, інструменти грошового ринку, ринок готівкових грошей, ринок короткотрокових боргових зобов'язань, структуризація грошового ринку, ринок банківських кредитів, рефінансування, фінансові посередники, фінансові інструменти, ринок боргових зобов'язань, ринок цінних паперів, валютний ринок, ринок золота, ринок дорогоцінних металів, банківські метали, золотий фіксинг, міжбанківський ринок, Валютна операція «спот», Форвардні валютні операції, Операція «своп», Ф'ючерсні валютні операції, Система підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України НБУ.

1. Сутність та особливості функціонування грошового ринку.

Грошовий ринок – це сегмент фінансового ринку, на якому здійснюються короткострокові фінансові операції та відбувається рух обігових коштів фінансових і нефінансових корпорацій, держави, домогосподарств, а також некомерційних організацій. Відповідно, *об'єктом* економіко-правових відносин на грошовому ринку є їх тимчасово вільні кошти.

Інструменти грошового ринку – векселі, депозитні (ощадні) сертифікати, банківські акцепти, євродолари (депозити в доларах, що розміщені за межами США), контракти, відповідно до яких учасники сторін домовляються про терміни здійснення угод зі зворотними позиціями (договори про перепродаж) тощо. Ціною товару, що продається на грошовому ринку, є позиковий відсоток.

На відміну від інших сегментів фінансового ринку, грошовий ринок є оптовим, а його *основною економічною функцією* є забезпечення суб'єктів економічної системи ефективними інструментами для коригування ліквідності своїх активів.

Прийнято виділяти дві підсистеми грошового ринку: 1) готівкових грошей; 2) короткострокових боргових зобов'язань.

На *ринку готівкових грошей* здійснюється передача готівки банками, що мають її надлишок для підкріплення операційної діяльності банків, які потребують готівки на поточний момент. Отже, на цьому ринку реалізується підтримка банківської ліквідності, а інтереси інших суб'єктів не обслуговує.

На *ринку короткострокових боргових зобов'язань* має місце передача тимчасово вільних грошових коштів від економічних одиниць з профіцитом бюджету до економічних одиниць з дефіцитом. На цьому ринку відбувається підтримка ліквідності суб'єктів господарювання (підприємств і організацій), що здійснюється на поворотній основі у вигляді:

- короткострокових кредитів;
- вкладень у короткострокові боргові цінні папери.

Таким чином, домінуючими суб'єктами грошового ринку є банки другого рівня. Згідно з національним законодавством, *банк* – це юридична особа, яка має виключне право на підставі ліцензії НБУ здійснювати у сукупності такі операції: залучення у вклади грошових коштів фізичних і юридичних осіб та розміщення зазначених коштів від свого імені, на власних умовах та на власний ризик, відкриття і ведення банківських рахунків фізичних та юридичних осіб. *Кредитором останньої інстанції* виступає Національний банк України, до якого може звернутися банк або інша кредитна установа для отримання кредитів для рефінансування у випадку вичерпання інших можливостей.

Діяльність банків є ключовою на цьому сегменті фінансового ринку, а свої функції вони реалізують через виконання певного набору операцій, а саме:

- *пасивних операцій*, які пов'язані з формуванням ресурсної бази банку, необхідної йому для забезпечення операційної діяльності та ліквідності;
- *активних операцій*, які пов'язані з розміщенням банками другого рівня власних та залучених коштів з метою одержання доходу й забезпечення ліквідності активів (операції з надання кредитів, інвестування в цінні папери; формування резервів; інвестування в інші активи);
- *фінансових послуг на банківському ринку*.

2. Структура грошового ринку та його інструменти.

Структуризація грошового ринку дає можливість більш детально ознайомитися з механізмом його функціонування. Найбільш поширеною у вітчизняній науковій та навчально-методичній літературі є сегментація ринку за трьома критеріями (табл. 9.1):

- за організаційно-інституційними ознаками грошових потоків;
- за економічним призначенням грошових коштів, що купуються на ринку;
- за видами фінансових інструментів, що застосовуються для переміщення грошей від їх продавців до покупців.

Таблиця 9.1

Структура грошового ринку

Критерій	Сегменти грошового ринку
Інституційні ознаки грошових потоків	Ринок банківських кредитів Ринок послуг недепозитних фінансових установ
Економічне призначенням грошових коштів	Ринок грошей Ринок капіталів
Види фінансових інструментів	Ринок боргових зобов'язань Ринок цінних паперів Валютний ринок

Структуризація грошового ринку за *інституційно-організаційними ознаками* характеризує взаємозв'язки між суб'єктами грошового ринку, що реалізуються через потоки

грошей та використання фінансових інструментів. У даній структурі грошового ринку в якості його суб'єктів виступають кредитори, позичальники та фінансові посередники.

За критерієм інституційно-організаційних ознак грошовий ринок поділяється на три великі сектори: ринок банківських кредитів; ринок послуг недепозитних фінансових корпорацій.

Ринок банківських кредитів – це сектор грошового ринку, функціонування якого пов'язане з наданням і погашенням банківських позичок, розміщенням і використанням капіталу, залучених і позичених коштів для одержання прибутку при раціональному розподілі ризиків і підтримання ліквідності. Його основними суб'єктами є депозитні установи (банки) першого і другого рівня, а також корпорації і домогосподарства.

НБУ як банк першого рівня на ринку банківських кредитів надає банкам другого рівня кредити у вигляді *рефінансування* з метою підтримки їх ліквідності у разі виникнення розривів у часі між виконанням вимог та зобов'язань, та коли відсутня можливість підтримати ліквідність на міжбанківському ринку. Такі кредити забезпечують безперервність здійснення розрахунків в економіці та дають можливість здійснювати регулювання грошово-кредитного ринку через кредитний та відсотковий канали. Вони не можуть розглядатися як джерело ресурсної бази банків, не мають цільового призначення та надаються лише в межах визначених монетарних параметрів. Кредити рефінансування можна класифікувати за різними ознаками.

На *ринку послуг недепозитних фінансових корпорацій* функціонують **фінансові посередники**, які є самостійними і рівноправними суб'єктами грошового ринку, формують власні зобов'язання та вимоги і на цій основі емітують власні фінансові інструменти. Ці інструменти стають інструментами торгівлі на грошовому ринку.

Структуризація грошового ринку за критерієм *економічне призначення грошових коштів*, що купуються на ринку передбачає розподіл ринку на два сектори: 1) ринок грошей; 2) ринок капіталів.

На *ринку грошей* купуються грошові кошти на короткий термін (до одного року).

Операції з міжбанківського кредитування – це операції, які здійснюють банки і які дають можливості поповнити їх кредитні ресурси. При надлишку ресурсів банк їх продає на грошовому ринку, при нестачі ресурсів банк їх купує.

Операції з міжбанківського кредитування регламентуються Законом України «Про банки і банківську діяльність», Цивільним кодексом України, нормативними актами НБУ, статутами банків і кредитними договорами. На практиці використовуються такі основні різновиди операцій з міжбанківського кредитування:

- операції з овердрафту за кореспондентськими рахунками;
- операції з короткострокового кредитування овернайт (одноденне кредитування).

На *ринку капіталів* купуються грошові кошти на тривалий (більше одного року) термін. Ці кошти спрямовуються на збільшення маси основного й оборотного капіталів, зайнятих в обороті позичальників.

Купівля грошей на ринку є формою одержання покупцями у своє розпорядження певної суми грошей в обмін на **фінансові інструменти**.

Грошовий ринок за видами фінансових інструментів, що застосовуються для переміщення грошей від їх продавців до покупців, можна поділити на чотири сегменти: 1) ринок боргових зобов'язань; 2) ринок цінних паперів; 3) валютний ринок.

Операції з борговими зобов'язаннями здійснюються на ринку, який називається **ринком боргових зобов'язань** і охоплює всі відносини банків з їх клієнтами щодо формування і розміщення кредитних ресурсів, а також уряду та територіальних органів влади з суб'єктами щодо передачі коштів у тимчасове використання з обмеженням права власності і розпорядження цими коштами.

Залежно від міри і умов передання продавцем покупцеві прав розпорядження відповідними сумами грошей, боргові зобов'язання розподіляються на *депозитні* та *позичкові* зобов'язання.

Ринок цінних паперів являє собою механізм взаємодії попиту та пропозиції на цінні папери; регулює відносини між суб'єктами купівлі-продажу акцій, облігацій та інших цінних паперів.

Валютний ринок – це ринок, на якому гроші однієї країни використовують для купівлі валюти іншої країни.

3. Ринок золота та дорогоцінних металів

Ринок золота – це спеціальний центр торгівлі, де здійснюється регулярна купівля-продаж золота за ринковими цінами з метою промислово-побутового споживання, приватної тезаврації¹, інвестицій, страхування ризику, спекуляції, придбання необхідної валюти для міжнародних розрахунків.

Ринок дорогоцінних металів (сукупність міжнародних і внутрішніх) – це розгалужена мережа глобальної цілодобової торгівлі фізичним металом і похідними інструментами, що значною мірою звільнена від державного регулювання. **Дорогоцінні метали** є специфічними ринковими товарами, що не мають прив'язаності до економіки окремої держави і не залежать від фінансової спроможності окремої корпорації (на відміну, наприклад, від цінних паперів). Вони також одержали назву *благородних металів* (або шляхетних металів).

Банківськими металами називають дорогоцінні метали (золото, срібло, платина, метали платинової групи), які доведені до найвищих проб відповідно до світових стандартів у злитках і порошках, що мають сертифікат якості, а також вироблені з дорогоцінних металів монети. З функціональної точки зору ринок дорогоцінних металів являє собою торгово-фінансовий центр, де зосереджені торгівля, інші комерційні та майнові операції з цими активами, що забезпечує:

1. Промислове споживання дорогоцінних металів;
2. Створення золотих запасів держави і банків;
3. Тезаврацію, тобто накопичення приватними особами золота як скарбів;
4. Отримання доходу від арбітражних угод;
5. Отримання кредиту під заставу дорогоцінних металів.

Основними учасниками ринку дорогоцінних металів є спеціально уповноважені банки, біржі, фінансові компанії, які здійснюють операції з цінними паперами з прив'язкою до цих металів.

У сучасній світовій практиці застосовують різні форми організації ринку дорогоцінних металів:

- 1) жорстко регульований державою ринок, де єдиним (головним) покупцем та продавцем дорогоцінного металу є центральні банки, а інші суб'єкти ринку продають чи купують метал у нього (Китай, Південно-Африканська Республіка);
- 2) торгівля дорогоцінними металами зосереджена на спеціалізованих біржах або у спеціалізованих секціях товарних бірж; правила здійснення операцій, доступ операторів (насамперед, нерезидентів) регулюється центральними банками (Франція, Туреччина);
- 3) система вільної біржової торгівлі дорогоцінними металами (США, Люксембург, Гонконг);
- 4) система міжбанківської торгівлі дорогоцінними металами, що фактично монополізована кількома великими банками або їх об'єднаннями (Німеччина, Швейцарія, Великобританія);
- 5) система конкурентної міжбанківської торгівлі з фактичним домінуванням кількох банків – «маркет-мейкерів» (США, Японія, Голландія).

Золотий фіксинг – щоденна фіксація ринкової ціни золота на основі співвідношення попиту та пропозиції на нього на Лондонській золотій біржі. Ціни Лондонського ринку використовуються як довідкова база для розрахунків за укладення довгострокових контрактів.

Формалізовано *реальна ціна золота*, що обчислена з урахуванням впливу інфляційних коливань на номінальну ціну золота виглядає так:

$$GOLD_R = \beta_1 + \beta_2 * USDX + \beta_3 * LIBOR + \beta_4 * SP + \beta_5 * OIL + et,$$

де *GOLD_R* – реальна ціна золота, дол. США за унцію; *USDX* – індекс долара США; *LIBOR* – ставка *LIBOR*, вирахована для долара США; *SP* – значення індексу *S&P 500*; *OIL* – номінальна ціна нафти, дол. США за барель; $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ – параметри регресії; *et* – похибка регресії.

Для визначення впливу індексу долара США, рівня інфляції в США, ставки *LIBOR*, вирахованої для долара США, індексу *S&P 500* і цін нафти на *номінальну ціну золота*:

$$GOLD_N = \beta_1 + \beta_2 * USDX + \beta_3 * INFL + \beta_4 * LIBOR + \beta_5 * SP + \beta_6 * OIL + et,$$

де $GOLD_N$ – номінальна ціна золота, дол. США за унцію; $INFL$ – рівень інфляції в США; $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ – параметри регресії.

4. Специфіка операцій на міжбанківському ринку

Міжбанківський ринок – це частина грошового ринку, де тимчасово вільні грошові ресурси залучаються і розмішуються банками між собою переважно у формі короткострокових міжбанківських депозитів на короткі терміни. Він належить до систем, яким характерна велика кількість ознак (рис. 9.3).

Роль міжбанківського ринку визначається тим, що він є об'єктом державного регулювання, слугує механізмом впливу державних органів на діяльність банків, стан грошово-кредитної і валютної системи і безпосередньо на економіку в цілому, а також важливою складовою фінансового ринку.

Основні цілі, вирішенню яких підпорядковане функціонування міжбанківського ринку, можуть бути представлені **функціями**:

1. *Посередницька функція*. Як особливий сегмент фінансового ринку, на якому основними учасниками виступають банки, міжбанківський ринок надає можливість покупцям і продавцям фінансових ресурсів знайти один одного й укласти угоду;
2. *Регулююча функція* полягає у тому, що в рамках ринку для всіх учасників діють єдині правила гри; це спрощує процес перерозподілу фінансових ресурсів між ними, а згодом і між секторами економіки;
3. *Стимулююча функція*. Ринок, на якому існує конкуренція між покупцями і продавцями фінансових ресурсів, спонукає їх до підвищення ефективності роботи, пошуку нових методів і способів її оптимізації;
4. *Інформаційна функція*. Завдяки постійному коливанню цін на фінансові ресурси, що виступають об'єктом купівлі-продажу на ринку, його учасники мають можливість у кожен момент часу порівняти умови запропонованого контрагентом контракту з ринковими умовами;
5. *Ціноутворююча функція* передбачає, що саме на ринку створюється пропозиція вільних фінансових ресурсів, які мають у своєму розпорядженні банки і готові надати іншим учасникам, які мають попит на них. Внаслідок взаємодії ринкового попиту і пропозиції формується ринкова ціна і рівноважний обсяг торгів;
6. *Селективна функція* проявляється у тому, що ринок сприяє очищенню банківської системи від неефективно функціонуючих фінансових установ, які банкрутують внаслідок конкуренції;
7. *Інтеграційна функція* ринку полягає у тому, що завдяки розгалуженій системі горизонтальних і вертикальних зв'язків він об'єднує банківську систему в єдине ціле і пов'язує її із банківськими системами інших країн.

Безпосереднє здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України дозволяється лише суб'єктам цього ринку, до яких відносяться:

- Національний банк України;
- уповноважені банки (банки, які отримали ліцензію НБУ на право здійснення операцій з валютними цінностями);
- інші кредитно-фінансові установи-резиденти (страхові, інвестиційні, дилерські тощо), які отримали ліцензії НБУ на право здійснення валютних операцій;
- юридичні особи, які уклали (відповідно до правил, що встановлені НБУ) з уповноваженими банками агентські угоди на відкриття пунктів обміну іноземних валют;
- кредитно-фінансові установи-нерезиденти (в тому числі іноземні банки), які отримали індивідуальний дозвіл НБУ на право здійснення операцій на міжбанківському ринку України.

Валютна операція «спот» – це купівля-продаж валюти на умовах її поставки протягом двох робочих днів від дня укладання угоди за курсом, що зафіксований в угоді (її ще називають терміноюю). Основними учасниками спот-ринку є банки, які здійснюють такі валютні операції:

- безпосередньо з клієнтами – підприємствами приватного і державного секторів;

- на міжбанківському ринку – з іншими банками;
- через брокерів – з банками і клієнтами;
- з центральними банками інших країн.

Форвардні валютні операції – це контракти з обміну валют, які відбуватимуться у майбутньому, але за курсом, зафіксованим на поточну дату. Укладаються, як правило, на строк до одного року, але в окремих випадках, коли йдеться про ринок стабільних валют можливе оформлення угод на п'ять або більше років наперед.

Операція «спот» – це валютна операція, за якої поєднуються форвардні умови та умови «спот». За цією валютною операцією продаж готівкової валюти (спот) здійснюється з одночасною її купівлею на строк (форвард) або навпаки. Ці операції створюють можливості одержувати додаткові економічні вигоди, або ж пов'язані з валютними втратами.

Ф'ючерсні валютні операції – це строкові угоди на біржах, що становлять купівлю-продаж золота, валюти, інших фінансових інструментів за фіксованою на момент укладання контракту ціною, з виконанням операції через певний проміжок часу (більше 3 днів і до 2-3 років).

Система підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України НБУ (Система підтвердження угод, або СПУ) – це комплекс організаційно-технічних засобів, який забезпечує підтвердження договорів (угод) про купівлю-продаж іноземної валюти й банківських металів за гривні протягом часу, що встановлюється і змінюється на підставі постанови Правління НБУ. Порядок функціонування СПУ визначається відповідними нормативно-правовими актами НБУ.

Питання для самоконтролю

1. У чому полягає сутність грошового ринку?
2. Які критерії структуризації грошового ринку?
3. Як називаються інструменти, що використовуються на грошовому ринку? Назвіть ці інструменти.
4. Які інструменти ринку грошей? Чим відрізняють боргові інструменти від неборгових?
5. Які види кредиту ви можете назвати?
6. Які інструменти ринку капіталів?
7. На якому секторі грошового ринку діють фінансові посередники?
8. Як можна визначити сутність ринку золота?
9. Як можна охарактеризувати ринок золота та дорогоцінних металів у складі фінансового ринку?
10. Які причини обумовили перехід ролі грошового товару від товарів першої необхідності до предметів розкоші, звичайних металів, благородних металів?
11. Чому розвиток грошового товару не зупинився на золоті?
12. Які форми організації ринку дорогоцінних металів застосовують у сучасній світовій практиці?
13. Якими є основні класифікаційні ознаки ринку золота та дорогоцінних металів?
14. Які є основні види торгівлі банківськими металами?
15. Які країни мають найбільші золотовалютні резерви?
16. Як можна визначити сутність міжбанківського ринку?
17. Які види операцій здійснюються на міжбанківському ринку?
18. Яка основна функція міжбанківського ринку? Чому?
19. Хто є суб'єктами на міжбанківському ринку?
20. В чому полягає основна відмінність між форвардними і ф'ючерсними операціями?

Рекомендована література:

Основна [8,19,20, 24,25,36, 40,41,42].

Допоміжна [48.49,50,55].

Інформаційні ресурси Інтернет [87-94].

Міжнародні видання [64,67,70,75].

ТЕМА 10. КРЕДИТНИЙ РИНОК

Мета - оволодіти знаннями щодо грошових та матеріальних цінностей, що надаються кредитором у користування позичальнику на визначений строк та під відсоток.

План лекційного заняття

1. Кредити: принципи, форми, види та функції
2. Організація та функціонування кредитного ринку
3. Види та форми державного кредиту
4. Процес банківського кредитування та визначення вартості кредитних ресурсів
5. Оцінювання кредитоспроможності позичальника

Ключові терміни та поняття: принципи надання кредиту, форми кредиту, короткостроковий кредит, середньостроковий кредит, довгостроковий кредит, строковий кредит, кредитна лінія, овердрафт, кредит під облік векселів (обліковий кредит), онкольний кредит, револьверний кредит, акцептний кредит, авальний кредит, кредитні продукти, кредитний ринок, позичковий капітал, відсоткова ставка, кредитний механізм, учасники кредитного ринку, державний кредит, ержавні позики, ощадна справа, міжнародний державний кредит, кредити міжнародних фінансових організацій, процес банківського кредитування, інформаційно-аналітичне забезпечення кредитного процесу банку, моніторинг кредитних операцій, кредитні ресурси банку.

1. Кредити: принципи, форми, види та функції

Принципи надання кредиту позичальнику такі:

Принцип забезпеченості кредиту означає наявність у кредитора права на захист своїх інтересів, недопущення збитків від неповернення боргу через неплатоспроможність позичальника та можливості задоволення своїх вимог шляхом звернення стягнення на заставлене майно, стягнення заборгованості з гарантів, поручителів тощо.

Принципи зворотності та строковості означають, що кредит має бути повернений позичальником у визначений у кредитному договорі строк.

Принцип платності полягає в тому, що у процесі кредитування від позичальників вимагається не лише повернення кредиту, а й сплата відсотків за його користування.

Цільовий характер кредитування передбачає використання отриманого кредиту лише на конкретні цілі, що вказані у кредитному договорі.

Із сутністю кредитних відносин тісно пов'язані форми кредиту – *товарна, грошова та змішана* (товарно-грошова).

Комерційний (господарський) кредит – це кредит, що надається підприємствами-постачальниками підприємствам-покупцям через відстрочку платежу за реалізовані цінності або покупцями продавцям у вигляді авансу або передоплати за товари, що постачаються.

Банківський кредит – це кредит, що надається банками своїм клієнтам у грошовій формі.

Споживчий кредит – це кредит, що надається домогосподарствам у товарній і грошовій формах для купівлі землі, нерухомості, транспортних засобів, інших предметів особистого вжитку.

Державний кредит – це грошові кошти, що надаються у борг державі (в особі центральних і місцевих органів влади) для покриття її витрат, або кредити, що надані самою державою як кредитором (другий варіант менш поширений).

Міжнародний кредит – це кредит у товарній і грошовій формах, що надається один одному іноземними комерційними партнерами та державами.

У сучасних умовах основною формою кредиту виступає банківський кредит. Виділяють також і інші форми кредитів. **Іпотечний кредит** – це форма майнового кредиту під заставу нерухомого майна. Такий договір нотаріально посвідчується та реєструється у поземельній книзі. **Бланковий кредит** – це незабезпечений заставою або іншими формами кредит під авторитет позичальника та підвищену процентну ставку банку. **Консорціумний кредит** – це форма кредиту, що надається банківським консорціумом шляхом:

- акумулювання кредитних ресурсів у визначеному банку з подальшим наданням кредиту позичальникам;
- гарантування загальної суми кредиту провідним банком або групою банків;
- зміни гарантованих банками квот кредитних ресурсів за рахунок залучення інших банків для участі в копсорційній операції.

Залежно від терміну розрізняють коротко-, середньо- і довгостроковий кредити.

Короткостроковий кредит – кредит до одного року, що надається для фінансування поточних потреб у грошових коштах. Зачасту такі кредити потребують нефінансові корпорації для фінансування оборотного капіталу, а фінансові – для підтримання ліквідності. Левова їх частина надається у формі овердрафту, про що йтиметься нижче.

Середньостроковий кредит – кредит терміном від 1 до 4–5 років, що надаються переважно для фінансування капітальних вкладень – модернізації, реконструкції, розширення, модернізації, нового будівництва тощо. Його погашення здійснюється за рахунок чистих грошових потоків, що генеруються компанією в результаті використання кредиту.

Довгостроковий кредит надається на термін від 4–5 до кількох десятків років. Переважно використовується для фінансування нерухомості і вимагає відповідного забезпечення.

Корпорації можуть отримати різноманітні види кредитів та послуги кредитного характеру, зокрема: строковий кредит; кредитну лінію; овердрафт; контокорентний; кредит під облік векселів (обліковий кредит); онкольний; револьверний.

Строковий кредит – це кредит, що надається негайно повністю після укладення кредитної угоди. Погашається він періодичними внесками або одноразовим платежем у кінці терміну.

Кредитна лінія – це згода кредитора надати кредит протягом певного періоду часу в розмірах, що не перевищують заздалегідь обумовленої суми.

Овердрафт – короткостроковий кредит, що надається банком надійному підприємству понад залишок його коштів на поточному рахунку у межах заздалегідь обумовленої суми шляхом дебетування його рахунку.

Кредит під облік векселів (обліковий кредит) – це короткостроковий кредит, який кредитор надає пред'явнику векселів, обліковуючи (скуповуючи) їх до настання строку виконання зобов'язань за ними та сплачуючи пред'явнику номінальну вартість векселів за мінусом дисконту.

Онкольний кредит – різновид контокоренту, що надається під заставу товарно-матеріальних цінностей або цінних паперів без зазначення строку його використання із зобов'язанням позичальника погасити кредит за першою вимогою кредитора.

Револьверний кредит – довгостроковий вид кредитування зі ставкою відсотка, що періодично переглядається.

До кредитно-гарантійних послуг, що надаються підприємствам банками, належать акцептний і авальний кредити.

Акцептний кредит – це позика, що передбачає акцептування банком інкасованої підприємством-позичальником тратти за умови, що підприємство надає у розпорядження банку вексель до строку його оплати.

Авальний кредит – це позика, коли банк бере на себе відповідальність за зобов'язаннями підприємства у формі поручительства або гарантії

До послуг кредитного характеру, що надаються банками підприємствам, належить **факторинг** – система фінансування, за умовами якої підприємство-постачальник товарів переуступає короткострокові вимоги за торговельними операціями банку.

Роль кредиту розкривається у його функціях, що тісно пов'язані між собою і в своїй сукупності визначають економічну роль кредитних відносин. До них відносяться:

1) *перерозподільна функція*. Кредитні операції пов'язані передусім з акумуляцією тимчасово вільних грошових коштів суспільства, перерозподіл яких дозволяє вкладати вільний грошовий капітал у будь-який вид економічної діяльності.

2) *функція авансування відтворювального процесу*. На основі кредиту забезпечується безперервність кругообігу капіталу в суспільстві та прискорення кругообігу капіталу кожного

позичальника, що дозволяє йому долати тимчасові розриви між потребою в коштах і їх надлишком без заморожування коштів в «резервах ліквідності».

3) *функція створення кредитних засобів обігу*. З моменту свого виникнення кредит заміщав повноцінні гроші кредитними інструментами, зокрема векселями, банкнотами та чеками

4) *контрольна функція*. У процесі кредитування здійснюється взаємний контроль (як кредитора, так і позичальника) за дотримання принципів кредитування.

У західній та вітчизняній літературі та фінансовій звітності **кредитні продукти** розглядаються нині як фінансові інструменти, тобто відносини, що засновані на договорі сторін, в результаті яких у кредитора виникає фінансовий актив, а позичальника – фінансовезобов'язання.

2. Організація та функціонування кредитного ринку

З *функціональної точки зору*, **кредитний ринок** – це сукупність економіко-правових відносин щодо купівлі-продажу позичкового капіталу з метою забезпечення безперервності реалізації відтворювального процесу, а також задоволення потреб у ньому сектору загальнодержавного управління та домогосподарств.

З *організаційно-інституційної точки зору*, **кредитний ринок** – це сукупність фінансових установ, які здійснюють посередництво за руху тимчасово вільних коштів від їх продавців (власників) до покупців (користувачів). На ньому з боку попиту на гроші виступають позичальники, а з боку пропозиції грошей – кредитори.

Усі здійснювані операції на кредитному ринку, незважаючи на відмінність у формах їх здійснення, являють собою кредитні угоди, де предметом є **позичковий капітал**, а ціною – **відсоткова ставка**.

Акумуляція та перерозподіл вільних грошових ресурсів в економіці здійснюється через **кредитний механізм**, основою якого є кредит, що відрізняється від інших активів фінансового ринку, з притаманними йому принципами зворотності, терміновості та платності. До інших властивостей кредитного ринку можна віднести:

1) *універсальність характеру функціонування*, що виражається в охопленні кредитними відносинами різних груп позичальників і наявності різноманітних кредитних продуктів, використанні для цього різного роду фінансових інструментів, зокрема похідних і структурованих; 2) *наявність конкуренції* як між продавцями, так і покупцями кредитних ресурсів;

3) *обслуговування сфери обігу*, через яку він впливає на виробництво, розподіл, обмін і споживання;

4) *жорстке державне регулювання* діяльності професійних учасників цього ринку;

5) *взаємозв'язок та інтеграція* кредитного ринку з іншими ринками та, власне, сегментами фінансового ринку.

Акумуляційна функція кредитного ринку полягає в його здатності акумулювати тимчасово вільні кошти суб'єктів господарювання, держави та домогосподарств (зокрема і малі суми), а також перетворювати їх у позичковий капітал, що приносить їх власникам прибуток/дохід у вигляді відсотка.

Перерозподільча функція кредитного ринку тісно пов'язана з акумуляційною функцією: мобілізовані фінансові ресурси різними каналами спрямовуються тим, хто на даний момент часу їх потребує для виробничих або споживчих цілей. Завдяки цій функції здійснюється перерозподіл ресурсів (переливання вільного капіталу) з одного виду економічної діяльності в іншу, між країнами, регіонами тощо. Завдяки цьому забезпечується перерозподіл капіталів у динамічні виробництва та пріоритетні інвестиційні проекти.

Інвестиційна функція кредитного ринку розвиває перерозподільчу функцію кредиту, адже основний попит на ринку зосереджений на довгострокових ресурсах, що визначають технічний прогрес у різних видах економічної діяльності, а відповідно, і економічний розвиток країни. Домогосподарства ж мають велику потребу в інвестиційних кредитах, що пов'язані з облаштуванням земельних ділянок, будівництвом житла тощо.

Стимулююча функція кредитного ринку полягає у створенні відповідних умов для залучення вільних коштів в оборот для виконання капіталоутворюючої функції кредиту.

Регулююча функція – визначає співвідношення попиту та пропозиції на тимчасово вільні фінансові ресурси, створює основу для альтернативності їх вкладення (наприклад, у державні цінні папери, страхові поліси, іноземну валюту, дорогоцінні метали тощо).

Інформаційна функція – виконує роль джерела інформації, знань, відомостей про ринкову відсоткову ставку, види кредитних продуктів, їх ціну, а також умови отримання і способів оформлення.

Кредитний ринок є найбільшим сегментом фінансового ринку, що характеризується різноманіттям учасників і форм угод. **Учасники кредитного ринку** поділяються на дві основні групи – кредиторів і перших позичальників.

1. *За сферою обігу:* а) національні та б) світові кредитні ринки (ринки позичкових капіталів);
2. *За термінами розміщення грошових коштів:* а) короткострокових (зокрема ультракоротких) кредитів; б) середньо- і в) довгострокових кредитів.
3. *За формами (видами) кредитів:* а) виробничих; б) міжбанківських; в) споживчих; г) іпотечних; д) державного кредиту; ж) міжгосподарського кредиту;
4. *За типом позичальників:* а) нефінансовим корпораціям; б) фінансовим корпораціям; в) домогосподарствам; г) загальному державному управлінню.
5. *За типом кредиторів:* а) банківських кредитів; б) кредитів кредитних спілок; в) державного кредиту; г) кредитів недепозитних корпорацій.
6. *За характером діяльності кредиторів:* а) професійних кредиторів; б) непрофесійних кредиторів (зокрема, лихварів); в) державного кредиту.
7. *За способом надання кредиту:* а) безпосередніх позик, коли кредитна угода укладається між кредиторами та позичальниками; б) кредитних титулів, коли оформлення кредиту реалізується через боргоі зобов'язання (векселі, корпоративні та і державні облігації, казначейські зобов'язання тощо).
8. *За рівнями кредиту (еволюцією розвитку):* а) базовий ринок (пряме кредитування від кредитора до позичальника); б) інтермедійований (кредитування через фінансового посередника; в) дезінтермедійований (кредитування без посередництва); г) деривативний (формування параметрів кредитних продуктів без безпосередньої передачі активів (ф'ючерси, опціони, свопи на кредитні продукти тощо).

Кредитний ринок – це самостійний сегмент фінансового ринку, що представляє собою сукупність економіко-правових відносин щодо купівлі-продажу тимчасово вільних коштів фінансових і нефінансових корпорацій, сектору загальнодержавного управління, домогосподарств і некомерційних організацій, що здійснюються через фінансових посередників шляхом укладання відповідних договорів.

3. Види та форми державного кредиту

Державний кредит за своєю економічною сутністю – це сукупність економічних відносин між державою в особі органів влади та управління, з одного боку, і фізичними та юридичними особами, – з іншого, за яких держава є позичальником, кредитором і гарантом. Він може бути внутрішнім і зовнішнім.

Державні позики як основна форма внутрішнього державного кредиту характеризуються тим, що тимчасово вільні кошти домогосподарств, фінансових і нефінансових корпорацій, інших організацій залучаються на фінансування суспільних потреб через випуск і реалізацію облігацій, казначейських зобов'язань та інших видів державних цінних паперів.

Облігація – найбільш поширений вид державних цінних паперів. Вона символізує державне боргове зобов'язання і надає право її власникові після закінчення певного терміну одержати назад суму боргу і відсотки.

Казначейські зобов'язання мають характер боргових зобов'язань, що спрямовані лише на покриття бюджетного дефіциту. Виплата доходу здійснюється у формі відсотків.

Казначейськими зобов'язаннями, як правило, оформляються короткострокові позики (іноді середньострокові – казначейські ноти).

Ощадна справа. У тісному зв'язку з державними позиками перебуває друга форма державного кредиту, функціонування якої опосередковується системою ощадних (деPOSITНИХ) установ. На відміну від першої форми державного кредиту, коли домогосподарства та корпорації купують цінні папери за рахунок власних тимчасово вільних коштів, депозитні установи видають кредит державі за рахунок позикових коштів. Наявність посередника між державою та домогосподарствами в особі таких установ і надання ними позики державі за рахунок позикових коштів без відома їх реального власника дають змогу виділити ці відносини як особливу форму державного кредиту.

Перетворення частини вкладів домогосподарств у державні позики, що призначені на потреби держави, здійснюється через придбання особливих цінних паперів (наприклад, депозитних сертифікатів) або ринкових цінних паперів (облігацій, казначейських зобов'язань), а також оформленням безоблігаційних позик. В Україні це досягається через придбання Ощадбанком державних цінних паперів.

Використання державою коштів позикового фонду як форма державного кредиту характеризується тим, що державні кредитні установи безпосередньо (не обмежуючи цих операцій купівлею державних цінних паперів) передають частину кредитних ресурсів на покриття витрат уряду. Ця форма державного кредиту є економічно невиправданою та спричиняє інфляційні процеси.

Казначейські позики як форма державного кредиту виражають відносини з надання фінансової допомоги корпораціям і організаціям органами державної влади та управління за рахунок бюджетних коштів на умовах терміновості, платності та зворотності. В Україні ця форма державного кредиту використовується не дуже активно.

Міжнародний державний кредит являє собою сукупність відносин, у яких держава виступає на світовому фінансовому ринку в ролі позичальника або кредитора. Ці відносини отримують форму **державних зовнішніх позик**. Як і внутрішні позики, вони надаються на умовах поворотності, терміновості і платності. Сума отриманих зовнішніх позик із нарахованими відсотками включається в державний борг країни. Країнам, що потерпають від економічних і фінансових труднощів, зовнішні позики можуть надаватися на пільгових умовах.

Усі проекти, на які можуть бути надані позики цими організаціями, поділяються на чотири групи:

- 1) макроекономічної стабілізації економіки країни-позичальника;
- 2) структурних перетворень у певних секторах економіки;
- 3) інвестиційні;
- 4) технічної допомоги.

Кредити міжнародних фінансових організацій надаються на вигідних умовах під низькі відсотки (5-7 % річних) на строк до 20 років. Найбільшу складність для держави щодо зростання зовнішньої заборгованості, так і використання кредитів становлять **запозичення, що одержані від іноземних комерційних структур під гарантію уряду**. Ці кредити, як підтверджує досвід багатьох країн, мають найнижчі показники ефективності використання. Державні зовнішні позики надаються у **грошовій** або **товарній формі** (наприклад, кредити держав постачальників енергоносіїв). Як правило, вони бувають **середньо-** або **довгостроковими**.

У цілому, залежно від статусу позичальника (точніше емітента) позики поділяються на:
– **державні**, що випускаються центральними органами управління (в Україні Міністерством фінансів за рішенням Кабінету Міністрів України). Акумуляовані від їх розміщення кошти спрямовуються до державного бюджету;
– **місцеві**, що випускаються місцевими органами управління, а кошти від них спрямовуються до відповідних місцевих бюджетів.

Залежно від строків погашення державою своїх боргових зобов'язань розрізняють: **коротко-** (поточні, як правило, до одного року), **середньо-** (від одного до п'яти років) і **довгострокові позики** (понад п'ять років).

За видами дохідності державні позики поділяються на:

- *відсоткові*, кола виплата доходу здійснюється у вигляді позичкового відсотка. До цих ставок додається спред, що залежить від кредитного рейтингу держави-позичальника і становить 0,50–2,60 %;
- *безвідсоткові (дисконтні)* – державні цінні папери реалізуються зі знижкою, а погашаються за номінальною вартістю. Відсотки за такою облігацією не нараховують, а дохід (інтерес) кредитора виникає внаслідок її погашення за ціною, що вище ціни придбання;
- *виграшні*, що реалізуються без встановлення фіксованих відсотків, а виплата доходу здійснюється на основі проведення тиражів виграшів. Власники отримують дохід за умови включення номера їхньої облігації у виграшний тираж погашення, причому дохід отримують лише ті кредитори, чії облігації виграли.

За характером обігу цінних паперів державні позики поділяють на:

- *ринкові*, які вільно купуються і продаються на ринку цінних паперів;
- *неринкові*, які мають обмеження щодо купівлі і продажу, або не допускають виходу цінних паперів на ринок, тобто їх власники не можуть їх перепродати.

За формою випуску державних позик розрізняють *готівкові* (супроводжуються емісією державних цінних паперів) і *безготівкові позики* (шляхом записів на відповідних рахунках в електронному депозитарії).

За способом погашення позики поділяються на: *ординарні* (погашення може проходити одночасно для всіх випущених позик); *серійні* (погашення здійснюється деякими частинами через певні проміжки часу); з *достроковим погашенням* (до дострокового погашення державних позик держава може вдатися лише за наявності коштів).

За забезпеченням державні позики поділяються на: *заставні* (забезпечуються державним майном чи конкретними доходами) і *беззаставні* (не мають конкретного матеріального забезпечення, а їх надійність визначається авторитетом держави).

4. Процес банківського кредитування та визначення вартості кредитних ресурсів

Процес банківського кредитування можна умовно поділити на кілька етапів, кожний з яких робить свій внесок у якісну характеристику кредиту й визначає рівень його ризиковості та дохідності:

Етап 1. Одержання та розгляд кредитної заявки та інтерв'ю з майбутнім позичальником.

Етап 2. Оцінка кредитоспроможності позичальника;

Етап 3. Підготовка і підписання кредитного договору.

Етап 4. Контроль за виконанням умов кредитного договору і погашенням кредиту.

Кожен з етапів передбачає процедури, що характерні тільки для нього. У свою чергу, процедури передбачають виконання певних фаз контрольно-аналітичної роботи (рис. 10.1)

ІНФОРМАЦІЙНО-АНАЛІТИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ КРЕДИТНОГО ПРОЦЕСУ

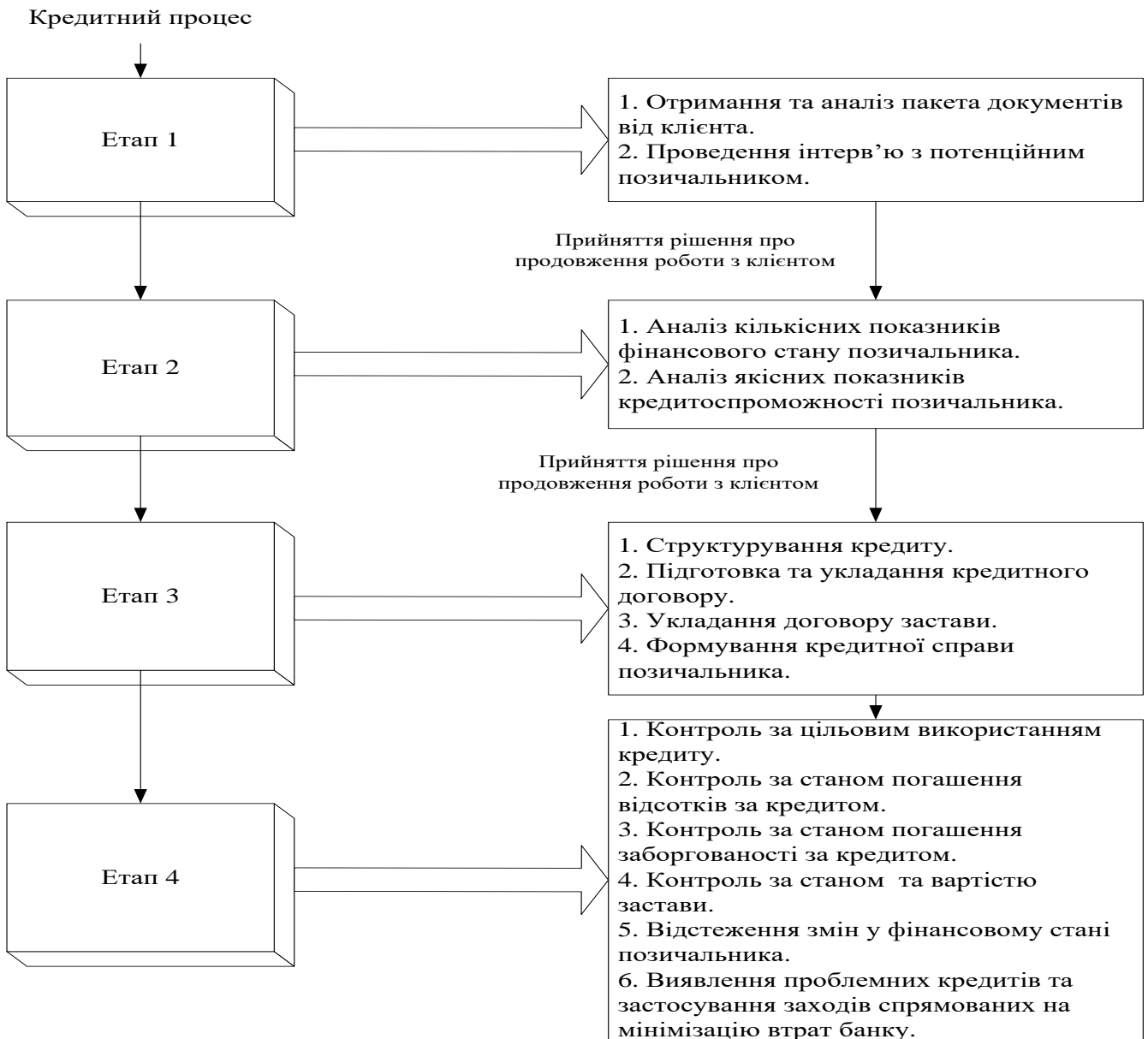


Рис. 10.1. Інформаційно-аналітичне забезпечення кредитного процесу банку
Джерела інформації для оцінки кредитоспроможності позичальника подано на рис. 10.2.

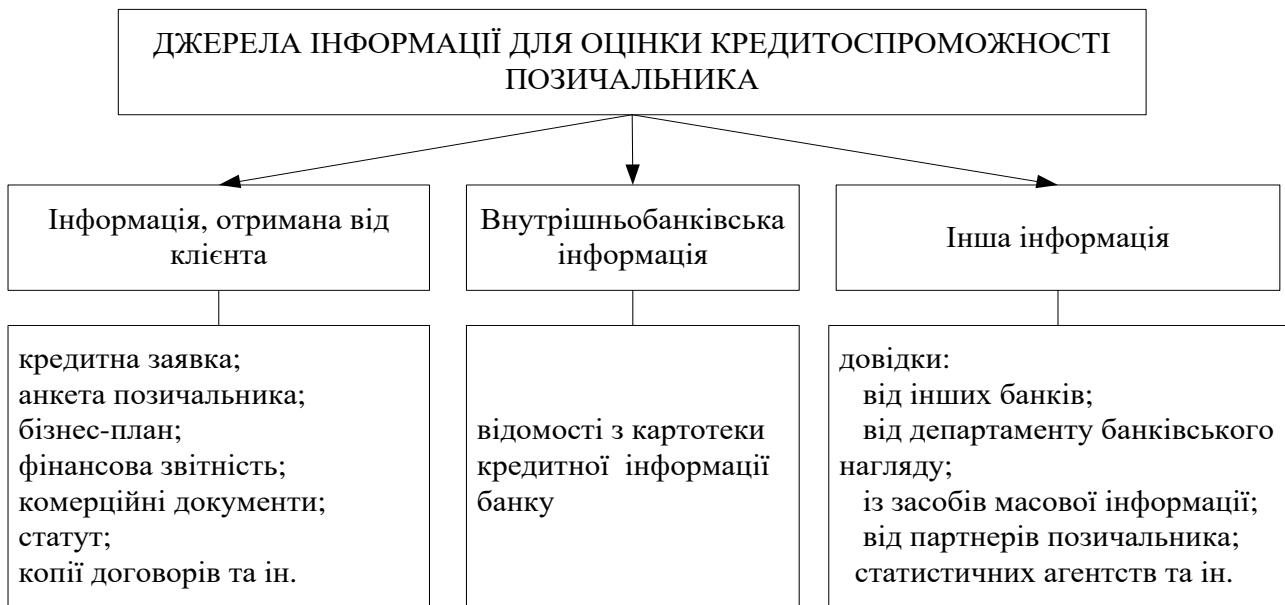


Рис. 10.2. Джерела та види інформації для оцінки кредитоспроможності позичальника

Моніторинг кредитних операцій полягає у постійному контролі за станом виданого кредиту.

Основна мета кредитного моніторингу – не допустити підвищення кредитного ризику понад встановлений рівень. Основними його напрямками є: 1) контроль за цільовим використанням кредиту; 2) контроль за своєчасним погашенням відсотків за кредитом; 3) контроль за своєчасним погашення заборгованості за кредитом (відповідно до розробленого графіка); 4) контроль за станом, ринковою вартістю та ліквідністю застави, іншим забезпеченням кредиту; 5) відстеження змін у фінансовому стані позичальника; 6) аналіз якості та структури кредитного портфеля банку; 7) виявлення проблемних кредитів і розробка заходів щодо мінімізації втрат банку; 8) контроль за рівнем кредитного ризику.

Кредитні ресурси банку – сукупність власних, залучених і запозичених фінансових коштів банку, що знаходяться в безпосередньому його розпорядженні та використовуються на його розсуд для здійснення кредитної діяльності (рис. 10.3). Для встановлення рівня відсоткової ставки за кредитом, важливе значення має вибір методу ціноутворення. У світовій та вітчизняній банківській практиці використовують такі основні методи ціноутворення.

1. Метод «вартість плюс» враховує вартість залучених ресурсів та всі витрати банку, що пов'язані з наданням кредиту.

2. Метод «базова ставка плюс» полягає у визначенні відсоткової ставки за кредитом як суми базової ставки і кредитного спреду.

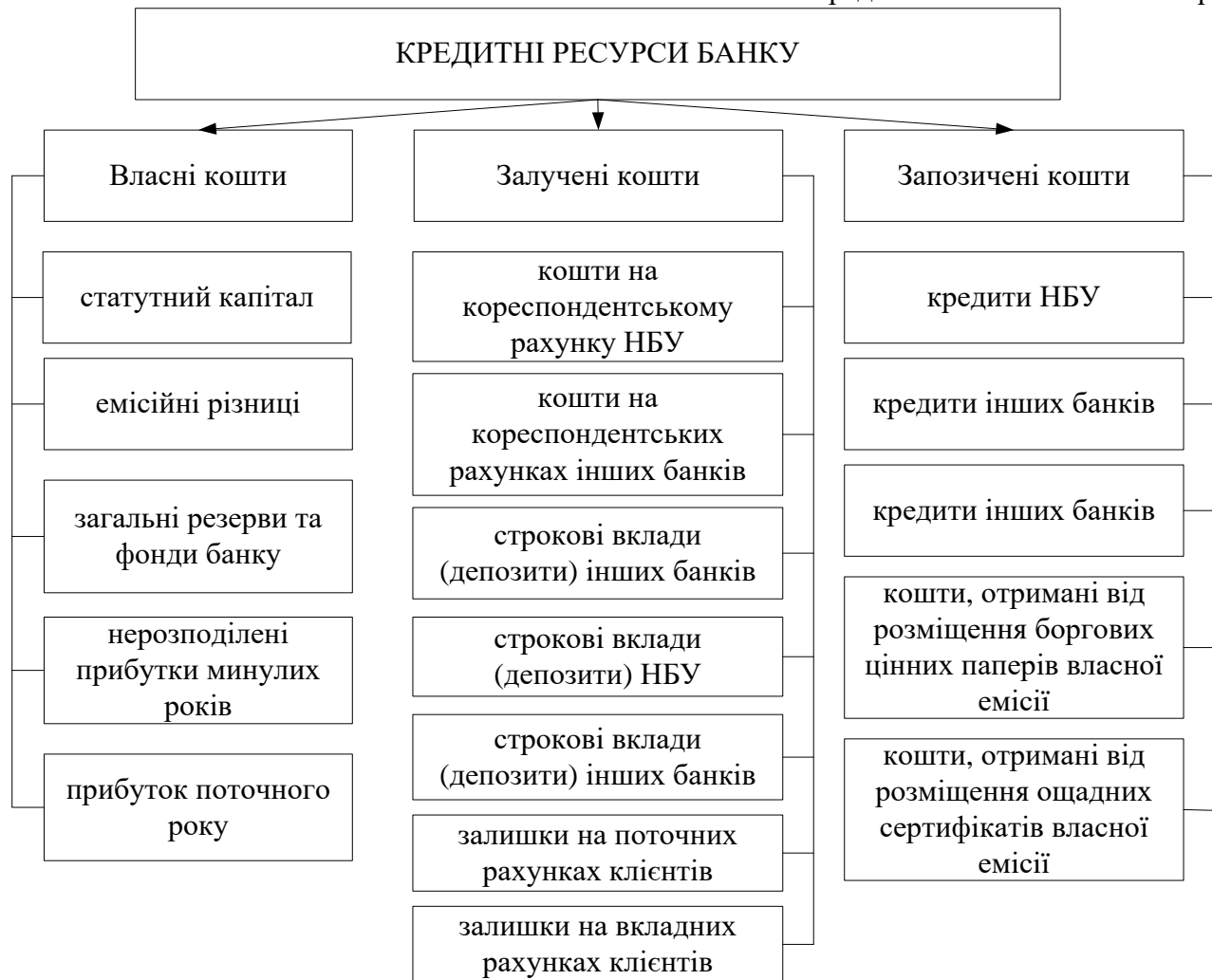


Рис. 10.3. Джерела формування кредитних ресурсів банку

3. Метод «надбавки» полягає у визначенні відсоткової ставки як суми процентних витрат залучення ресурсів на грошовому ринку та надбавки.

4. Метод «аналізу дохідності клієнта» базується на врахуванні всіх взаємостосунків із конкретним клієнтом.

Схема простого відсотку передбачає нарахування відсотків тільки на суму виданого кредиту:

$$FV = PV(1 + rn)$$

де FV – нарощена сума, грн.; PV – первісна сума кредиту (тіло кредиту), грн.; r – ставка за кредитом, %; n – період кредитування.

За схемою складного відсотку відсоток нараховується на первісну суму кредиту та суму відсотків, що нараховані за попередній період:

$$FV = PV(1 + r)^n$$

Різниця результатів для простого та складного відсотка виникає тільки з другого періоду нарахування.

Для розрахунку суми процентів за кредитом у банківській практиці використовують три основні системи їх нарахування:

«факт/факт» – для розрахунку використовується фактична кількість днів у місяці та році;

«факт/360» – для розрахунку використовується фактична кількість днів у місяці, але умовно кількість днів в році – 360 днів;

«30/360» – для розрахунку використовується умовна кількість днів у році – 360 та у місяці – 30. Поряд із відсотковою ставкою банки встановлюють *комісійну винагороду (комісію)*, яка покриває витрати банку, пов'язані з оформленням кредиту і контролем за станом обслуговування позичальником заборгованості, перевіркою стану застави, або наглядом за здійсненням проекту, що кредитується.

5. Оцінювання кредитоспроможності позичальника

За допомогою оцінки кредитоспроможності позичальників можна мінімізувати ризики кредитної діяльності банківської установи.

Фахівці НБУ визначають **кредитоспроможність** як наявність у позичальника (контрагента банку) передумов для проведення кредитної операції і його спроможність повернути борг у повному обсязі та в обумовлені договором строки.

У більш широкому розумінні **кредитоспроможність позичальника** – це характеристика його здатності своєчасно розраховуватися за раніше одержаними кредитами, його поточне фінансове становище, спроможність у разі потреби мобілізувати кошти з різних джерел і забезпечити оперативну конверсію активів у ліквідні кошти.

Кредитний рейтинг — це умовний вираз кредитоспроможності об'єкта рейтингування в цілому та/або його окремого боргового зобов'язання за шкалою кредитних рейтингів. Він є тим інтегральним значенням, яке дасть змогу врахувати як кількісні, так і якісні параметри кредитоспроможності позичальника.

СКЛАДОВІ СИСТЕМИ РЕЙТИНГУВАННЯ ПОЗИЧАЛЬНИКІВ БАНКУ:
методи аналізу кредитних ризиків;
методи збору інформації;
методи контролю за достовірністю інформації;
вимоги вимог до класів за ступенем ризику;
прогноз дефолту/ збитку для позичальника;

Застосування дискримінантного аналізу передбачає побудову математичної багатофакторної моделі, що дозволяє класифікувати боржника за рівнем кредитоспроможності. Розрахунки здійснюються із застосуванням багатофакторної дискримінантної моделі за формулою:

$$Z = a_1K_1 + a_2K_2 + a_3K_3 + a_4K_4 + a_5K_5 + a_nK_n - a_0,$$

де Z – інтегральний показник; $K_1, K_2 \dots K_n$ – фінансові коефіцієнти, що визначаються на підставі даних фінансової звітності боржника - юридичної особи; $a_1, a_2 \dots a_n$ – параметри, що визначаються з урахуванням вагомості та розрядності фінансових коефіцієнтів і щорічно актуалізуються НБУ на підставі даних фінансової звітності боржників-юридичних осіб; a_0 – вільний член дискримінантної моделі, значення якого щорічно актуалізуються НБУ.

Алгоритм побудови дискримінантної моделі оцінки кредитоспроможності юридичної особи-позичальника:

Крок 1. Підбір первинного каталогу незалежних змінних (індикаторів кредитоспроможності) з використанням експертних методів аналізу.

Крок 2. Формування двох (або трьох) сукупностей (груп) підприємств:

а) фінансово стійкі (повернення кредитів та розрахунки здійснюються відповідно до умов договорів); б) фінансово нестійкі підприємства (проблемні позичальники).

Крок 3. Економетричні розрахунки: побудова матриць незалежних змінних, дисперсійно-коваріаційних матриць тощо.

Крок 4. Перевірка значущості різниці між середніми значеннями показників у проблемних і стійких позичальників. Чим більший F -критерій, тим точніше розмежування між проблемними та стійкими позичальниками. Експертна оцінка фінансових показників за допомогою критерію *Лямбда Вілкса* така: чим більше значення критерію, тим менший рівень спроможності показника до розмежування груп позичальників.

Крок 5. Знаходження параметрів (вагових значень показників) дискримінантної моделі.

Крок 6. Оцінка впливу окремих індикаторів на інтегральний показник.

Крок 7. Селекція фінансових індикаторів: у моделі залишаються параметри з найвищим рівнем впливу на інтегральний показник.

Крок 8. Розробка «ключа» інтерпретації до дискримінантних моделей.

Крок 9. Оцінка якості дискримінантних моделей.

Дефолт боржника/контрагента – стан у відносинах між банком і боржником/контрагентом, що характеризується ознаками:

- 1) боржник/контрагент (крім іншого банку) прострочив погашення боргу перед банком більш ніж на 90 календарних днів. Банк-боржник/контрагент прострочив погашення боргу/не виконав вимогу банку більш ніж на 30 календарних днів;
- 2) боржник/контрагент не спроможний забезпечити в повному обсязі виконання зобов'язань перед банком, його материнською та дочірніми установами в установленій договором/договорами строк без застосування банком процедури звернення стягнення на забезпечення (за наявності). Інформація про позичальника–фізичну особу має бути зібрана банком у кредитній документації (справі) боржника. *Справа боржника* – перелік документів, що є необхідним для подання до банку в разі отримання кредиту, та на основі якої можна провести належну оцінку кредитного ризику, яка формується з часу укладення договору та оновлюється впродовж його дії в частині, що зазнала змін, протягом п'яти робочих днів із дня отримання банком інформації, яка є підставою для внесення таких змін.

За визначення кредитоспроможності боржника–фізичної особи банк зобов'язаний визначати ймовірність дефолту та враховувати кількісні та якісні показники.

Найпоширенішою методикою оцінки кредитоспроможності фізичних осіб є кредитний скоринг.

Скоринг – це методика оцінки кредитного ризику, яка дозволяє, оцінивши набір ознак, що характеризують позичальника, визначити, чи варто надавати йому кредит. Його основне завдання полягає не лише у з'ясуванні, чи спроможний клієнт повернути кредит та виплатити відсотки, але і ступінь надійності потенційного позичальника.

Питання для самоконтролю

1. Охарактеризуйте сутність кредиту як економічної категорії.
2. Назвіть види банківських кредитів та критерії їх класифікації.
3. Які засади формування кредитної політики?
4. Назвіть джерела формування кредитних ресурсів банку та дайте їх характеристику.
5. На які цілі банкам забороняється надавати кредити?
6. Які види застави можуть виступати в якості забезпечення за кредитом.
7. Що таке гарантія і які види гарантії використовуються банками в якості забезпечення за кредитами?
8. Охарактеризуйте фактори, які впливають на встановлення відсоткової ставки за кредитом?
9. Назвіть методи ціноутворення за кредитами.
10. Яким чином здійснюється розрахунок суми відсотків за кредитом?
11. Назвіть основні етапи кредитного процесу.
12. Які документи подаються позичальником-юридичною особою для отримання кредиту в банку?
13. У чому полягає сутність фінансового моніторингу кредитних операцій банку?
14. Назвіть мету та основні напрями кредитного моніторингу.
15. Сутність і мета оцінки кредитоспроможності позичальника.
16. Які фактори впливають на вибір системи показників оцінки кредитоспроможності позичальника?
17. Які переваги мають рейтингові методики оцінки кредитоспроможності позичальника?
18. Які фінансові показники використовуються для оцінки фінансового стану позичальника – юридичної особи?
19. Назвіть особливості оцінки кредитоспроможності позичальника – фізичної особи.
20. Сутність і перспективи використання кредитного скорингу для оцінки

кредитоспроможності позичальника – фізичної особи?

Рекомендована література:

Основна [4,8,19,21, 24,25,35,36, 40,41,42].

Допоміжна [45,47,53,54,55].

Інформаційні ресурси Інтернет [87-94].

Міжнародні видання [64,65,67,70,75,79,81].

ТЕМА 11. ФУНДАМЕНТАЛЬНИЙ І ТЕХНІЧНИЙ АНАЛІЗ

Мета - оволодіти знаннями щодо напрямів розміщення коштів в портфелі фінансових інструментів

План лекційного заняття

1. Інвестиційна політика та стратегія портфельного інвестування
2. Фундаментальний аналіз у портфельному управлінні
3. Технічний аналіз у портфельному управлінні

Ключові терміни та поняття: інвестиційна політика, розміщення з фіксованою структурою портфеля, стратегічне розміщення ресурсів, портфельна стратегія, стратегічні інвестори, пасивне управління, активне управління, вибор фінансового інструменту, фундаментальний аналіз, сучасна портфельна теорія, управління портфелем активів.

1. Інвестиційна політика та стратегія портфельного інвестування

Інвестиційна політика полягає у визначенні таких напрямів розміщення коштів в портфелі фінансових інструментів, щоб бути в змозі забезпечити інвестору виконання зобов'язань перед учасниками за необхідності дотримання встановлених державою інвестиційних обмежень.

Розміщення коштів передбачає розподіл портфеля між різними категоріями фінансових інструментів з метою збереження капіталу за негативних змін ситуації та отримання переваг за позитивних. Тобто збереження капіталу є захистом від негативного впливу ринку, а використання сприятливого – головна мета схеми розміщення активів. Ця схема базується на тому, що дохідність портфеля залежить передусім від структури розміщення активів, ніж від самих інвестицій.

Розміщення з фіксованою структурою портфеля означає, що в кожній з категорій активів (як правило, їх кількість становить від 3 до 5) розміщується фіксована частина портфеля.

Стратегічне розміщення ресурсів є рішенням про розміщення ресурсів на тривалий період часу.

Деякі стратегії, що конкурують з традиційними і з'явилися порівняно недавно, зветься **динамічними**, або **адаптивними, стратегіями**, тобто йдеться про стратегії, що обумовлюють «автоматичну» зміну набору активів відповідно до змін в стані ринку. Найбільш відомим методом в цьому плані є портфельне страхування. Воно спрямоване на побудову портфеля, а потім за необхідністю його коригування таким чином, щоб, забезпечуючи базовий (чи мінімальний) рівень дохідності, зберігати потенціал його зростання.

Портфельна стратегія має відповідати цілям інвестора та обраній інвестиційній політиці. Виходячи зі специфіки роботи інвесторів на фінансовому ринку і практики стратегічного управління, інвесторів можна класифікувати на стратегічних і портфельних.

Стратегічні інвестори ставлять за мету отримання можливості впливу на функціонування акціонерного товариства, а не прибутку від володіння акціями.

Вирішуючи питання підвищення економічної ефективності товариства, стратегічний інвестор може за допомогою методів фінансового ринку вирішити низку задач, основними з яких є:

1. Залучення грошових коштів для реалізації інвестиційних проектів. Це може бути емісія акцій, облігацій або інших боргових інструментів.
2. Оптимізація фінансових потоків у технологічному циклі роботи емітента. Одним із способів оптимізації є випуск векселів.

3. Створення позитивного іміджу з використанням можливостей ринку цінних паперів. Для цього необхідно створення ліквідного ринку та підвищення капіталізації компанії.

4. Збереження та посилення контролю над компанією, її дочірніми і залежними організаціями. Для **портфельного інвестора** характерним є те, що у нього відсутній інтерес до непрямих доходів (його цікавлять лише можливості одержання дивідендів або відсотків і зростання ринкової вартості цінних паперів); відсутня орієнтація на довгострокове володіння цінними паперами; належні йому акції не дають можливості мати сильні позиції у системі влади акціонерного товариства.

Консервативні інвестори. Головна задача консервативного інвестора – це надійність вкладень, зведення ризику до мінімуму. При цьому віддача вкладених коштів може бути мінімальною.

Агресивні інвестори. Такі інвестори намагаються отримати максимальні доходи. У своїй інвестиційній тактиці агресори передбачають перспективне зростання курсу фінансових інструментів і формують **портфель зростання**, що складається з об'єктів інвестування з великим ризиком.

Помірквані інвестори. Інвестори такого типу отримують середні доходи при середніх ризиках. Можна вважати, що це проміжний тип між консервативним і агресивним інвестором. Тактика поміркованого інвестора носить менш спекулятивний характер порівняно з агресором. Він формує **портфель доходу**, що включає акції з високими дивідендами, привілейовані акції, акції з високим рейтингом, «блакитні фішки».

На вибір стратегії дуже впливає тип управління – пасивний та активний.

Пасивне управління є характерним для більшості інституційних інвесторів і має наступні ознаки:

1. Інвестиції в більшості випадків мають довгостроковий характер.
2. Відсутність значних оборотів за операціями купівлі-продажу фінансових інструментів.
3. Високий рівень диверсифікації, коли можна з високою точністю розрахувати дохідність, ризик і ліквідність.
4. Відносна в'ялість операцій з цінними паперами. Найбільш розповсюдженою стилем пасивного управління є **стратегія «купив-і-тримай»**. Тут потрібно брати до уваги, що ефективність цієї стратегії значною мірою залежить від рівня оцінки цінних паперів і обраного періоду часу.

Інший різновид стилю пасивного управління – це **стратегія індексного фонду**. Вона базується на тому, що структура портфеля має бути адекватною руху обраного фондового індексу, що характеризує стан всього фінансового ринку.

Щодо **активного управління**, то воно передбачає спекуляції на майбутніх відсоткових ставках, надання дилерських послуг і постійні котирування цін покупця і продавця.

Основними ознаками активного управління є: 1) ретельний моніторинг ринку, оперативне придбання фінансових інструментів; 2) активна гра на підвищення з недооціненими активами і на зниження з переоціненими; 3) великі обороти за операціями купівлі-продажу фінансових інструментів; 4) низький рівень диверсифікації; 5) висока концентрація окремих високоризикових фінансових інструментів.

Портфель доцільно формувати з урахуванням двох компонентів: 1) вихідного портфеля; 2) відхилень від вихідного портфеля, який слід використовувати за результатами уточненої оцінки фінансових інструментів.

Процес **вибору фінансового інструменту**, що складається з одного етапу, у етапі формується ефективна множина і формується оптимальний портфель облігацій.

Крім активного і пасивного управління, існує також **структурне управління**, яке використовується зазвичай за формування портфеля облігацій. Воно допомагає сформувати портфель з урахуванням співвідношення майбутнього потоку надходжень від інвестицій і платежів за зобов'язаннями.

Концепція сильного фінансового положення. Інвестор повинен мати: 1) відповідне страхування; 2) план придбання будинку або свій будинок; 3) кредити на придбання речей короткострокового та довгострокового користування; 4) відповідні заощадження та чекові рахунки.

2. Фундаментальний аналіз у портфельному управлінні

Фундаментальний аналіз — метод прогнозування майбутніх змін цін фінансових інструментів на підставі економічних, політичних та інших суттєвих факторів і показників, які вірогідніше за все чинитимуть вплив на попит і пропозицію цих інструментів.

Можна виділити наступні положення, які лежать в основі фундаментального аналізу:

1. На розвинутому ринку капіталу ціна фінансового інструменту надзвичайно чутлива до фундаментальних чинників, пов'язаних з підприємством.
2. Поточні коливання цін – це певний природний фон, на який можна не зважати з точки зору загального стану справ.
3. Ринкові котирування цін фінансового інструменту є пасивним відображенням справжньої його вартості, яка лежить в їх основі, і це відображення так чи інакше співвідноситься з активами, які стоять за кожним інструментом.

Таким чином, особливістю фундаментального аналізу є розгляд суті процесів, що відбуваються на фінансовому ринку, вивчення причин, які викликають зміни економічної ситуації, виявлення при цьому складних взаємозв'язків між різними явищами, що відбуваються на досліджуваному ринку та його секторах, на суміжних ринках. Фундаментальний аналіз фінансового ринку вивчає причини, що рухають цим ринком.

Головною задачею цього аналізу є визначення дійсної (внутрішньої, справедливої) вартості конкретного емітента або його фінансового інструменту. Тут доводиться виходити з історичних та поточних значень показників підприємства (прибуток, виручка, обсяги виробництва тощо) на фоні макроекономічної ситуації на ринку, що постійно змінюється. Найважливішим завданням аналітика є прогнозування майбутнього стану аналізованого емітента та ринку його фінансових інструментів.

У повному обсязі фундаментальний аналіз включає чотири основні рівня, але за необхідності можна виключити певні етапи аналізу (наприклад, регіональний аналіз).

Аналіз «зверху-вниз» починається з середовища, в якому відбувається вся діяльність суб'єктів ринку.

Аналіз макроекономічної ситуації. На цьому етапі вивчаються попит і пропозиція та низка макроекономічних факторів.

Аналіз виду економічної діяльності. Він дозволяє класифікувати види економічної діяльності за діловою активністю, стадіями розвитку і привабливістю для інвестицій.

Регіональний аналіз. Він також проводиться експертним шляхом.

Для оцінки інвестиційної привабливості регіонів спеціалістами запропоновано такі основні інтегральні показники:

- рівень розвитку промислового виробництва (природно-ресурсний потенціал).
- рівень розвитку інвестиційної інфраструктури (будівництво, транспорт, зв'язок), наявність спеціальних економічних зон.
- демографічні фактори, характерні для різних регіонів (питома вага населення, рівень кваліфікації, рівень безробіття, середня вартість робочої сили).
- рівень екологічних, криміногенних та інших видів ризику.

4. Аналіз інвестиційної привабливості конкретних емітентів. Заключним етапом фундаментального аналізу є випрацювання конкретної інвестиційної стратегії і вибір напрямів інвестицій, вибір тих підприємств, в цінні папери яких доцільно вносити інвестиції з урахуванням очікуваного ризику та дохідності цін на ринку.

Основні фінансові показники компанії, які необхідно розглядати під час аналізу привабливості емітентів, можна розподілити на такі групи:

а) *показники платоспроможності (ліквідності).* Вони дають уявлення про спроможність підприємства здійснювати поточні розрахунки та сплачувати короткострокові зобов'язання. До них відносять коефіцієнт абсолютної ліквідності, проміжний коефіцієнт покриття, загальний коефіцієнт покриття.

б) *показники фінансової стійкості.* Вони показують рівень залучення позичкового капіталу і спроможності підприємства обслуговувати цей борг. До них відносять коефіцієнт автономії,

питому вагу позичкових коштів, питому вагу дебіторської заборгованості у вартості майна, питому вагу власних і довгострокових позичкових коштів.

в) *показники ділової активності*. Вони свідчать про те, наскільки ефективно використовують кошти підприємства. До них відносять коефіцієнти оборотності запасів, оборотність власних коштів, загальний коефіцієнт оборотності.

г) *показники рентабельності*. Вони дозволяють робити висновок про прибутковість підприємства. До них відносять коефіцієнти рентабельності майна, рентабельності власних коштів, рентабельності виробничих фондів, рентабельності довгострокових і короткострокових фінансових вкладень, рентабельності власних і довгострокових позичкових коштів, коефіцієнт продаж.

В основу аналізу фінансових показників підприємства на даний час покладені фінансові звіти, баланси, при цьому слід урахувувати, що відбувся перехід на нову систему (стандарт) бухгалтерської звітності.

Зі зростанням можливостей комп'ютера зросло використання *сучасної портфельної теорії*. Використовуючи цю теорію для вибору інвестиційних інструментів, інвестор або інвестиційний менеджер має можливість отримати кількісні дані про них.

Поняття *управління портфелем активів*, тобто триєдиного процесу, що постійно повторюється: визначення цілей – аналіз активів – вибір портфеля. На наступних етапах раніше сформований портфель може вже не бути оптимальним у нових умовах, деякі активи можуть бути вилучені з нього, інші, нові, потрібно буде ввести тощо.

Далеко не всі погоджуються з принципами, на яких базуються сучасні підходи. Їх застосування передбачає високий рівень розвитку фінансового ринку. Слепе, некритичне застосування їх в українській економіці навряд чи буде виправдане. Однак ці методи дають важливий інструмент для аналізу і вирішення задач, які виникають в інвестуванні, необхідно лише чітко усвідомлювати ті умови і передумови, які забезпечують його ефективне застосування.

Питання для самоконтролю

1. За якими основними принципами будуються інвестиційні портфелі?
2. Чим відрізняється традиційний підхід до формування портфеля від сучасної портфельної теорії?
3. Які цілі переслідує інвестор при формуванні портфеля?
4. Чому традиційний підхід передбачає вкладення коштів у добре відомі компанії?
5. Що послужило причиною виникнення сучасної портфельної теорії?
6. Назвіть основні відмінності традиційного підходу до управління фінансовими інструментами і сучасної портфельної теорії. Які ознаки має ефективний і досконалий ринки? Чи існують вони на сучасних ринках капіталів?
7. Сутність та способи реалізації фундаментального аналізу?
8. Перелічіть та охарактеризуйте види фундаментального аналізу.
9. Технічний аналіз як спосіб оцінки тенденцій на фінансовому ринку.

Рекомендована література:

Основна [1,2,4,24, 31, 36,40,41].

Допоміжна [43,54,55,57].

Інформаційні ресурси Інтернет [87-94].

Міжнародні видання [70,76,77,80,84].

10. РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА

Основна:

1. Господарський кодекс України від 16.01.03 р. № 436-IV. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=436-15>.
2. Класифікація видів економічної діяльності (ДК 009:2010): Наказ Держспоживстандарту України: від 11.10.10 р. № 457. URL: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=vb457609-10>.
3. Класифікація інституційних секторів економіки України: Наказ Держкомстату України: від 18.04.05 р. № 96. URL: <http://www.kapitalizator.com/natsionalni-derzhavni-statystichni-klasifikatsiyi-klasifikatory>.
4. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти» від 30.11.2001 № 559. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2374-14>.
5. Положення про функціонування фондових бірж: Рішення НКЦПФР №1688 від 22.11.2012р. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z1188-13>
6. Про акціонерні товариства Закон України від 17.09.2008 № 514-VI. URL: zakon1.rada.gov.ua
7. Про депозитарну систему України: Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI (зі змінами та доповненнями) URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>.
8. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996., № 448-96 ВР (зі змінами та доповненнями). URL: <https://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>.
9. Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу: Рішення НКЦПФР від 27.12.2013 № 2998. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z0171-14>.
10. Про затвердження Положення Про функціонування фондових бірж: Рішення НКЦПФР: від 22.11.2012 № 1688. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12>.
11. Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій: Рішення НКЦПФР від 16.10.2012 № 1470. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1855-12>.
12. Про інститути спільного інвестування [Електронний ресурс]: Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>
13. Про іпотеку: Закон України від 05.06.2003 № 898-IV. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/898-15>.
14. Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати: Закон України від 19.06.2003 № 979-IV. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/979-15>.
15. Про порядок реєстрації проспекту емісії та випуску акцій корпоративного інвестиційного фонду: Положення НКЦПФР від 20.06.2013 № 1104. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1187-13>.
16. Про порядок реєстрації проспекту емісії та випуску інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду: Положення НКЦПФР від 20.06.2013 № 1103. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1188-13>.
17. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12.07.01 р. № 2664. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2664-14>.
18. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю: Закон України від 19.06.2003 № 978-IV. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/978-15>
19. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.06 р. № 3480-IV. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.
20. Ваніна Н. М. Ринок цінних паперів. Практикум: навч. посіб. К. : ЦУЛ, 2014. 176 с.
21. Долінський Л. Б. Фінансові обчислення та аналіз цінних паперів: навч. посіб. К.: Майстер-клас, 2005. 192с.
22. Еш С.М. Ринок фінансових послуг: підручник. Київ: ЦУЛ, 2015. – 420 с.

23. Клименко В. В. Фінансовий ринок : навч. посіб. для студентів вищ. навч. закл. / В. В. Клименко, Л. М. Акімова, Л. М. Докієнко. Київ : Центр учб. літ., 2015. 357 с
24. Миркин Я. М. Англо-русский толковый словарь по финансовым рынкам. Свыше 13 000 терминов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. 778 с.
25. Пепа Т. В. Біржова діяльність: навч. посіб. / Т. В.Пепа, Т. І. Пішеніна, В. В. Лавринович. К.: Ліра-К, 2016. 540 с.
26. Поважний О. С. Цінні папери і фондовий ринок : навч. посіб. К. : Ліра-К, 2014. 364 с.
27. Прямухіна Н. В. Ринок фінансових послуг : навч. посіб. К. : Ліра-К, 2014. 304 с.
28. Рябокiнь М. В. Сек'юритизація фінансових активів як інноваційна форма фінансування в Україні : дис. канд. екон. наук: спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси та кредит». Ірпiнь, 2016. 269 с.
29. Торгiвля цiнними паперами: навч посiб / В. П. Лiсовий, К. Г. Отченаш, В. В. Токар. К. : КНЕУ, 2010. –407 с.
30. Фінансовий ринок : підруч.: у 2-х т. Ю.М. Коваленко, Ю.В. Ковернінська, С.В. Онишко, М.О. Кужелєв [та ін.]. Державна фіскальна служба України, Ун-т ДФС України. Ірпiнь, 2018. Т.2. 387 с.
31. Фондовий ринок: підручник; у 2 кн./ за ред. д. е. н. проф., члена-коресп. НАН України В.Д. Базилевича, Кн.1. Київ: Знання, 2015. 621 с.
32. Цінні папери: підручник / В. Д. Базилевич, В.М. Шелудько, Н.В. Ковтун та ін. Київ. Нац. У-т ім. Т.Г. Шевченка, Знання, 2011. 1094 с.
33. Цінні папери: практикум / В. Д. Базилевич, В.М. Шелудько, Н.В. Ковтун та ін. Київ. Нац. У-т ім. Т.Г. Шевченка, Знання, 2013. 791с.
34. Черкасова С. Г. Ринок фінансових послуг: навч. посіб. К.: Ліра-К, 2015. – 450 с.
35. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: підручник. Київ: Знання, 2015. 535 с.

Допоміжна :

36. Вергелюк Ю. Ю. Теоретичні засади визначення якості фінансових послуг банківських установ України. *Економічний аналіз*. 2016. Том 25, № 2. С.21-26.
37. Вергелюк Ю.Ю. Фінансова безпека кредитного ринку. *Науково-практичний журнал «Інвестиції: практика та досвід»*. 2018. № 11. С. 31–36.
38. Вергелюк Ю.Ю. Державне регулювання взаємодії інститутів спільного інвестування та компаній з управління активами в Україні. *Міжнародний науковий журнал "Інтернаука"*. Серія: "Економічні науки". 2018. №10. С.82-88.
39. Коваленко Ю. М. Изменение парадигмы регулирования финансового сектора экономики. *Журнал научных публикаций аспирантов и докторантов*. 2013. № 5. С. 6–8.
40. Коваленко Ю. М. Інституціоналізація фінансового сектору економіки: [монографія] / Ю. М. Коваленко. Ірпiнь, 2013. – 608 с.
41. Коваленко Ю. М. Сучасне інституційне середовище фінансового сектору економіки України. *Фінанси України*. 2013. № 5 (210). С. 100–111.
42. Онишко С.В., Савенко Д.О. «Теоретична концептуалізація інституціонального забезпечення фінансового ринку» *Наукові записки Національного університету «Острозька академія»*. Серія «Економіка». 2020. №18(46). С. 219-228.
43. Онишко С.В. Фінансова безпека і фінансова політика в категоріях взаємовпливу та узгодження. *Збірник наукових праць Університету ДФС України*. 2018. № 2.С. 266-276.
44. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів [монографія] / за заг. ред. д.е.н., професора С.В. Онишко. Ірпiнь: Видавництво НУДПСУ, 2016. С. 335.– (Серія «Податкова та митна справа в Україні», т. 45).
45. Чуницька І.І. Роль інфраструктурного потенціалу фінансового ринку у забезпеченні його гнучкості та безпеки. *Науковий журнал «Проблеми економіки»*. 2017. № 1. С. 357-365.

Міжнародні видання

46. Verheliuk, Y., Koverninska, Y., Korneev, V., & Kononets, A. (2019). Bank crediting to the sector of non-financial corporations in Ukraine. *Banks and Bank Systems*, 14(3), 64-75. URL: <https://www.scopus.com/record/display.uri?eid=2-s2.0-85071947732&origin=resultslist&sort=plf->

f&src=s&sid=000a100560bf1208169c7623f78825b3&sot=autdocs&sdt=autdocs&sl=18&s=A
U-ID%2857210927925%29&relpos=0&citeCnt=0&searchTerm=

47. Yu. Yu. Vergeluk, V. V. Korneev, A. A. Khodzhaian, Yu. V. Koverninska (2019), Monetary policy: regulatory news and change in the movement of financial flows. Financial and credit activity: problems of theory and practice. 4(31). 375-384. DOI: <https://doi.org/10.18371/fcaptp.v4i31.190952>.
48. Karpenko, L.; Chynytska, I., Oliinyk, N.; Poprozman, N.; Bezkorovaina, O. Consideration of Risk Factors in Corporate Property Portfolio Management. *J. Risk Financial Manag.* 2020, 13, 299. URL: <https://www.mdpi.com/1911-8074/13/12/299>.
49. The European Bank Reconstruction and Development. URL: <http://www.ebrd.com>.
50. The European Central Bank. URL: <http://www.ecb.int>.
51. The Federal Reserve System (FRS). URL: <http://www.federalreserve.gov>.
52. The Global Competitiveness Report. World Economic Forum. URL: <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness/index.html>.
53. The Group of Thirty. URL: <http://www.group30.org>.
54. The Index of Economic Freedom. URL: www.heritage.org/index.
55. The International Monetary Fund (IMF). URL: <http://www.imf.org>.
56. The Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD). URL: <http://www.oecd.org>.
57. The Transparency International. URL: <http://www.transparency.org>.
58. The United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). URL: <http://unctad.org>.
59. The World Bank. URL: <http://worldbank.org>.
60. The World Economic Forum. URL: www.weforum.org.
61. The World Trade Organization. URL: <http://www.wto.org>.

Інтернет-ресурси

62. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
63. Інформаційно-аналітичний портал рейтингового агентства «Рюрік». URL: <http://rurik.com.ua/main-definitions.html>.
64. Інформаційно-аналітичний портал рейтингового агентства «Кредит-рейтинг». URL: <http://www.credit-rating.ua/ua/about-rating/terms/>
65. Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку. URL: <http://www.ufin.com.ua/shkala-kred-reit.htm>
66. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://www.nssmc.gov.ua>.
67. Національний банк України. URL: <http://www.bank.gov.ua>.
68. Українська асоціація інвестиційного бізнесу. URL: <http://www.uaib.com.ua/>.