



ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ



ТОМ 1 ФІНАНСОВИЙ РИНОК

ФІНАНСОВИЙ РИНОК



Том 1

СЕРІЯ «ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ»

*Серію «Митна справа в Україні» засновано в 2001 р.
Її продовженням є серія «Податкова та митна справа в Україні»,
яку започатковано в 2015 р.*

Редакційна колегія:

Пашко П. В., д.е.н. (голова)

Бережнюк І. Г., д.е.н.

Деркач Л. В., к.ю.н.

Крисоватий А. І., д.е.н.

Мазаракі А. А., д.е.н.

Ченцов В. В., д.н.держ.упр., д.іст.н.

У СЕРІЇ «МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ» ВИЙШЛИ ДРУКОМ:

2002

«Основи митної справи»

«Митний контроль та митне оформлення»

2003

«Таможенное оформление морских грузов»

«Основы таможенного дела в Украине»

«Митний контроль на автомобільному транспорті»

2004

«Митний контроль на залізничному транспорті»

«Митне оформлення автотранспортних засобів»

«Основи митної справи в Україні»

«Митний кодекс України та нормативно-правові акти, що регулюють його застосування»

«Митний контроль на повітряному транспорті»

«Митне регулювання зовнішньоекономічної діяльності в Україні»

«Коментар до Митного кодексу України»

2005

«Порядок заповнення вантажної митної декларації»

2006

«Основи мистецтвознавчої експертизи та вартісної оцінки культурних цінностей»

«Історія митної справи в Україні»

«Митне регулювання зовнішньоекономічної діяльності в Україні»

2008

«Основи митної справи в Україні»

2009

«Таможенный контроль: на пути к международным стандартам»

«Таможенный контроль в морских пунктах пропуска»

«Митне оформлення енергоносіїв»

«Митна безпека»

«Міжнародні перевезення товарів автомобільним транспортом: теорія і практика»

«Підготовка та підвищення кваліфікації митних брокерів і декларантів:

збірник нормативних документів і відомчих роз'яснень»

2010

«Святой Матфей. Митар. Апостол. Євангеліст»

«Історія митної діяльності: Україна в європейському контексті»

2011

«Митні інформаційні технології»

«Особливості митної класифікації товарів»

«Інфраструктура відкритих ключів: технології, архітектура, побудова та впровадження»

«Розподілені бази даних»

2012

«Інформаційно-аналітичне забезпечення діяльності митних органів»

«Митний кодекс України» / Коментар до ст. 6»

«Митна політика та митна безпека: концептуальне визначення та шляхи забезпечення»

«Архітектура комп'ютера»

«Комп'ютерна схематехніка»

2013

«Актуальні питання теорії та практики митної справи»

«Історія митної діяльності»

«Механізми державного управління митною справою»

«Формування системи митного аудиту»

2014

«Митна енциклопедія, т. 1»

«Митна енциклопедія, т. 2»

«Митна енциклопедія, т. 3»

У СЕРІЇ «ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ» ВИЙШЛИ ДРУКОМ:
2015

- «Митне регулювання України: національні та міжнародні аспекти»
 - «Українська митниця: вчора, сьогодні, завтра»
- «Митна політика держави та її реалізація митними органами»
 - «Механізми державного управління митною справою»
 - «Історія митної діяльності»
 - «Митне право України»
- «Реформування податкової системи України: сучасні виклики та орієнтири»
 - «Митна справа»
 - «Міжнародні економічні відносини: у 2-х частинах»
- «Адміністративно-правове сприяння соціально-економічному розвитку в Україні: теоретико-методологічні засади»
 - «Бухгалтерський облік в умовах застосування інформаційних технологій: історія та практика»
- «Розслідування злочинів, пов'язаних із неналежним виконанням професійних обов'язків медичними працівниками: сучасний стан, проблеми та напрями удосконалення»
- «Формування управлінської компетентності майбутніх економістів у процесі професійної підготовки: теорія і практика»
 - «Let Develor English skills»
 - «Кримінальний процес України»
 - «Європейська інтеграція»
- «Протидія розслідуванню кримінальних правопорушень у сфері оподаткування: теорія та практика»
 - «Інформатика та обчислювальна техніка: практикум»

2016

- «Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів»
 - «Правовий статус фіскальних органів України та держав-членів Європейського Союзу»
 - «Психологічні основи у професійній підготовці фахівців ПМ»
 - «Математика для економістів. Вища математика. Частина I. Лінійна алгебра. Аналітична геометрія»
 - «Сучасні інформаційні системи і технології: управління знаннями»
 - «Економічна кібернетика: введення в спеціальність»
 - «Інформаційні системи та технології у фінансових установах»
 - «Фінансове забезпечення інноваційного розвитку»
 - «Практикум з інформаційних систем в економіці»
 - «Практикум з WEB-програмування»
 - «Малий та середній бізнес у взаємовідносинах із податковими органами: соціологічна інтерпретація»
 - «Моделювання систем захисту інформації»
 - «Формування бюджетної стратегії України: теорія, методологія, практика»
 - «Актуальні питання розвитку банківської системи України»
 - «Система державного фінансового контролю: формування та розвиток в Україні»
 - «Соціалізація студентської молоді у процесі професійної підготовки»
 - «Розвиток бухгалтерського обліку в умовах інтеграційних процесів»
 - «Правове забезпечення фінансової безпеки України»
 - «Grammar for Students of Economics (для економістів)»
 - «English Grammar for law Students (для юристів)»
 - «Алгоритмізація та програмування»
 - «Основи психології та конфліктології для фахової підготовки економістів»
 - «Проблеми соціологічного, психологічного та педагогічного забезпечення податкових відносин в Україні»
 - «Математика для економістів. Функція багатьох змінних. Ряди»
 - «Інформаційні системи і технології»
 - «Інформаційні системи і технології на підприємстві»
 - «Теорія ймовірностей та математична статистика: практикум»
 - «Економічні перспективи підприємництва України»
 - «Актуальні проблеми теорії держави і права»
-

2017

- «Теорія держави і права»
- «Реформування податкової та митної систем України»
- «Історія митної діяльності»
- «Механізм державного управління митною справою»
- «Митна політика держави та її реалізація»
- «Митне право України»
- «Стан та перспективи розвитку бухгалтерського обліку та оподаткування в Україні»
- «Державні цільові фонди»
- «Аналітично-контрольні аспекти регулювання фінансово-господарської діяльності суб'єктів економіки»
- «Міжнародне фінансове право»
- «Концептуалізація інституту уповноважених економічних операторів: проблеми забезпечення безпеки та спрощення міжнародної торгівлі»
- «Тактика розслідування фінзлочинів, вчинених із використанням зареєстрованих у зоні пільгового оподаткування компаній»
- «Інститут митної вартості імпортованих товарів в Україні: актуальні питання та вектори розвитку»
- «Державна фіскальна служба України: управління кадровим потенціалом в умовах інституційних змін»
- «Фінансовий ринок України: розбудова інфраструктурної компоненти»
- «Податкова політика України: теоретико-правовий аспект»
- «Митна статистика України»
- «Запобігання митним правопорушенням: охорона і захист прав інтелектуальної власності на митному кордоні України»
- «Інформаційні системи і технології в податковій справі»
- «Митна справа України»
- «Україна – територія можливостей для розвитку підприємництва»
- «Актуальні проблеми приватного права»
- «Антикризове управління фінансовими корпораціями»
- «Оподаткування електронної комерції в Україні»
- «Протидія агресивному податковому плануванню: світовий досвід та виклики для України»

2018

- «Податкова діяльність держави в умовах становлення інформаційної постіндустріальної економіки»
 - «Зовнішня торгівля України. Митна статистика (1991–2016 роки)»
 - «Митна логістика»
 - «Інноватика на фінансових ринках»
 - «Особливості документування махінацій у сфері державних фінансів, при вчиненні яких використовуються зареєстровані на територіях з пільговим оподаткуванням компанії»
 - «Міжнародне співробітництво держав у сфері захисту національних меншин»
 - «Адміністрування податків і платежів»
 - «Регулювання фінансових ринків в умовах глобалізації»
 - «Управління митними ризиками: теорія та практика»
 - «Митна вартість транспортних засобів: теоретико-методологічні засади контролю в Україні та міжнародна практика»
 - «Фінансовий ринок»
 - «Підприємництво в умовах формування нової економічної і технологічної нормальності суспільства»
 - «Актуальні проблеми удосконалення системи протидії митним правопорушенням»
 - «Фіскальна політика: теоретичні та практичні аспекти юридичної науки»
-

**ДЕРЖАВНА ФІСКАЛЬНА СЛУЖБА УКРАЇНИ
УНІВЕРСИТЕТ ДЕРЖАВНОЇ ФІСКАЛЬНОЇ СЛУЖБИ УКРАЇНИ**

СЕРІЯ «ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ»

Серію «Митна справа в Україні» засновано в 2001 р. Її продовженням є серія «Податкова та митна справа в Україні», яку започатковано в 2015 р.

ФІНАНСОВИЙ РИНОК

Підручник

У двох томах

Том 1

*Керівник авторського колективу і науковий редактор
д.е.н., професор Ю. М. Коваленко*

**Ірпінь
2018**

УДК 336.76(075.8)

ББК 65.262.1я73

Ф59

*Рекомендовано до друку Вченою радою
Університету державної фіскальної служби України
(протокол № 4 від 27 квітня 2018 року)*

Рецензенти:

Пилипів Віталій Володимирович, д.е.н., с.н.с., професор кафедри фінансів Університету державної фіскальної служби України;

Ткаченко Наталія Володимирівна, д.е.н., професор, заступник директора з навчальної роботи Інституту післядипломної освіти Київського національного університету імені Тараса Шевченка;

Школьник Інна Олександрівна, д.е.н., професор, завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування Сумського державного університету.

Ф59 Фінансовий ринок : підручник : у 2-х т. / Коваленко Ю. М., Ковернінська Ю. В., Онишко С. В., Кужелев М. О. та ін. ; кер. авт. кол. і наук. ред. Ю. М. Коваленко. – Ірпінь : Університет ДФС України, 2018. – . – (Серія «Податкова та митна справа в Україні», т. 117).

ISBN 978-966-337-495-6

Т. 1 / кер. авт. кол. і наук. ред. Ю. М. Коваленко. – 2018. – 442 с.

ISBN 978-966-337-496-3

У підручнику всебічно висвітлені сутність сучасного фінансового ринку, його операційний механізм за сегментами, специфіка фінансових інструментів, підвалини ціноутворення, аналіз та портфельне управління на цьому ринку. У кожному розділі наведені перелік запитань, тести та рекомендована література; у розділах практичного спрямування – завдання.

Положення підручника ґрунтуються на сучасній нормативно-правовій базі, використанні та аналізі набутого вітчизняного й зарубіжного досвіду.

Для науковців, викладачів і здобувачів вищої освіти, практиків у сфері фінансової та страхової діяльності, а також широкого загалу читачів, які цікавляться проблемами функціонування фінансового ринку.

УДК 336.76(075.8)

ББК 65.262.1я73

© Коваленко Ю. М., Ковернінська Ю. В.,
Онишко С. В., Кужелев М. О. та ін., 2018

© Університет державної фіскальної
служби України, 2018

ISBN 978-966-337-495-6

ISBN 978-966-337-496-3 (1 т.)

ЗМІСТ

ВСТУП	6
РОЗДІЛ 1. ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ (Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор)	8
1.1. Сутність фінансового ринку та його сегментація	8
1.2. Класифікація фінансових ринків.....	19
1.3. Функції та роль фінансового ринку в економічних процесах	32
1.4. Сутність та види фінансових інструментів	45
РОЗДІЛ 2. ЕВОЛЮЦІЯ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ (Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор)	69
2.1. Виникнення фінансового ринку. Античний період. Середні віки. Період раннього капіталізму.....	69
2.2. Формування міжнародного фінансового ринку у період розвиненого капіталізму	84
2.3. Становлення глобального фінансового ринку та його архітектури у другій половині ХХ – початку ХХІ ст.	94
2.4. Етапи розвитку фінансового ринку на теренах України.....	103
РОЗДІЛ 3. СУБ'ЄКТИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ (Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор).....	122
3.1. Суб'єкти фінансового ринку та їхня класифікація	122
3.2. Депозитні та недепозитні фінансові посередники	134
3.3. Допоміжні та інші фінансові корпорації.....	158
3.4. Моделі фінансових ринків за суб'єктним підходом	181
РОЗДІЛ 4. РЕГУЛЮВАННЯ ТА НАГЛЯД НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ (С. В. Онишко, д.е.н., професор, О. А. Шевчук, д.е.н., професор)	201
4.1. Регулювання на фінансовому ринку: рівні та форми	201
4.2. Державне регулювання та нагляд на фінансовому ринку.....	214

4.3. Саморегулювання на фінансовому ринку	225
4.4. Система розкриття інформації учасниками фінансового ринку.....	236

РОЗДІЛ 5. ІНСТРУМЕНТИ РИНКУ

ПАЙОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

	250
--	-----

5.1. Загальна характеристика та види пайових цінних паперів (Ю. В. Ковернінська, к.е.н.)	250
--	-----

5.2. Сутність, види та механізм розміщення акцій (Ю. В. Ковернінська, к.е.н.)	253
---	-----

5.3. Цінні папери інститутів спільного інвестування та сертифікати фондів операцій з нерухомістю (Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор, Ю. В. Ковернінська, к.е.н.)	263
--	-----

5.4. Визначення вартості та дохідності пайових цінних паперів (Ю. В. Ковернінська, к.е.н.)	271
--	-----

РОЗДІЛ 6. ІНСТРУМЕНТИ РИНКУ БОРГОВИХ

ЦІННИХ ПАПЕРІВ (Ю. В. Ковернінська, к.е.н.)

	284
--	-----

6.1. Загальна характеристика та види боргових цінних паперів.....	284
---	-----

6.2. Рейтингове оцінювання боргових цінних паперів	297
--	-----

6.3. Визначення вартості та дохідності облігацій.....	307
---	-----

6.4. Визначення вартості та дохідності ощадних (деPOSITНИХ) сертифікатів і векселів	315
---	-----

РОЗДІЛ 7. РИНОК ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ

ІНСТРУМЕНТІВ. ФІНАНСОВИЙ ІНЖИНІРИНГ

	325
--	-----

7.1. Сутність строкового ринку та строкових угод (Ю. В. Ковернінська, к.е.н.)	325
---	-----

7.2. Загальна характеристика похідних фінансових інструментів (Ю. В. Ковернінська, к.е.н.)	332
--	-----

7.3. Ф'ючерсні контракти та індексні стратегії (Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор).....	342
---	-----

7.4. Технології угод з опціонними контрактами (Л. М. Богріновцева, к.е.н.)	352
--	-----

7.5. Фінансовий інжиніринг і створення нових фінансових інструментів (Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор)	363
РОЗДІЛ 8. ІНСТРУМЕНТИ ІПОТЕЧНОГО РИНКУ	380
8.1. Іпотечний ринок: сутність, передумови створення та функції (Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор, В. А. Новицький, к.е.н.)	380
8.2. Організація первинного та вторинного ринку іпотечного кредитування (Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор, В. А. Новицький, к.е.н.)	392
8.3. Іпотечні цінні папери первинного ринку (Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор)	402
8.4. Інструменти рефінансування довгострокових іпотечних кредитів (Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор)	412
8.5. Процес сек'юритизації іпотечних кредитів (М. В. Рябокінь, к.е.н.)	423

ВСТУП

Останнім часом відбувається процес значного зростання масштабів і посилення ролі світового фінансового ринку. Його глобалізація та інтенсивний розвиток істотно впливають не тільки на економічну діяльність окремих країн, але і певних регіонів. Сек'юритизація, комп'ютерна торгівля базовими активами ринку, швидке зростання ринку деривативів тощо визначають прискорений обіг і перелив капіталу. Змінюється структура світового фінансового ринку, а також регіональна диверсифікація позичальників і кредиторів. Визначальний вплив на фінансовий сектор здійснюють нові ринки капіталу, які сформувались у країнах, які розвиваються. Відбувається суттєва трансформація інвестиційного клімату в бік посилення державного регулювання, а також підвищується конкуренція серед депозитних і недепозитних корпорацій між однотипними структурами.

В умовах глобалізації та інтеграції економіки України у світовий економічний простір можна передбачати, що використання вітчизняними фінансовими інститутами та державними структурами можливостей, що надаються світовим фінансовим ринком, відіграватиме важливу роль у найближчій перспективі. Наразі значний досвід практики функціонування західних фінансових корпорацій має широко використовуватись у період становлення та розвитку національного фінансового ринку, який є важливою структурною частиною фінансової системи України. Застосування такого досвіду є природнім процесом, однак воно потребує критичного переосмислення і зваженої адаптації до вітчизняних реалій. Саме з цієї причини питання функціонування фінансового ринку та його інститутів перебувають у центрі нашої уваги й зумовлюють актуальність цього підручника.

«Фінансовий ринок» – одна з провідних навчальних дисциплін з підготовки здобувачів вищої освіти за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування». Матеріали підручника «Фінансовий ринок» охоплюють широке коло проблем відповідно до робочої програми курсу.

Першою особливістю підручника є його практична спрямованість, що базується на використанні міжнародних стандартів, багатому зарубіжному досвіді фінансової та страхової діяльності, вітчизняній нормативно-правовій базі. Він розрахований, зокрема, на професійних учасників фінансового ринку, які причетні до операцій з фінансовими інструментами та активами і працюють на грошовому, валютному, кредитному ринку, а також на ринку цінних паперів.

Друга важлива особливість полягає у всебічному висвітленні специфіки сегментів фінансового ринку: ринків пайових, боргових цінних паперів, похідних і структурованих фінансових інструментів, інструментів іпотечного ринку тощо.

Основними завданнями пропонованого підручника стали: виявлення макроекономічної позиції фінансового ринку в системі економічних відносин; еволюція розвитку фінансового ринку; розкриття специфіки функціонування суб'єктів фінансового ринку; обґрунтування необхідності регулювання та нагляду на фінансовому ринку; виявлення сутності та операцій з інструментами ринків пайових, боргових, іпотечних цінних паперів, деривативів; розкриття механізму функціонування первинного та вторинного ринків, грошового, валютного і кредитного ринку як сегментів фінансового ринку; виявлення сутності ціноутворення та аналізу на фінансовому ринку; розкриття специфіки ризиків, портфельного інвестування та управління на фінансовому ринку.

РОЗДІЛ 1

ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

1.1. Сутність фінансового ринку та його сегментація.

1.2. Класифікація фінансових ринків.

1.3. Функції та роль фінансового ринку в економічних процесах.

1.4. Сутність та види фінансових інструментів.

1.1. Сутність фінансового ринку та його сегментація

Об'єктивною передумовою функціонування фінансового ринку є розбіжність потреби у фінансових ресурсах у певного суб'єкта з наявністю джерел її задоволення. Для акумулювання тимчасово вільних грошових коштів і ефективності їхнього використання і призначений фінансовий ринок, функціональне призначення якого полягає у посередництві руху грошових коштів від їхніх власників (заощаджувачів) до користувачів.

Тематиці фінансового ринку, його інституцій, інститутів та інструментів присвячена велика кількість наукових праць і публікацій. Можна нарахувати близько 20 нобелівських лауреатів, які досліджували цей ринок, зокрема *М. Фрідман* (1976), *Д. Тобін* (1981), *Ф. Модільяні* (1985), *Дж. Б'юкенен* (1986), *М. Алле* (1988), *Г. Марковіц* (1990), *М. Міллер* (1990), *В. Шарп* (1990), *Р. Коуз* (1991), *Р. Мертон* (1997), *М. Скоулз* (1997), *Р. Манделл* (1999), *Д. Акерлоф* (2001), *М. Спенс* (2001), *Дж. Стігліц* (2001), *Д. Канеман* (2002), *Р. Енгл* (2003), *П. Кругман* (2008), *Ю. Фама* (2013), *Л. Хансен* (2013) і *Р. Шиллер* (2013). При цьому підходи до визначення сутності та структури фінансового ринку є не просто різними, а іноді діаметрально протилежними. Засвідчуючи відмінність трактувань категорії «фінансовий ринок», потрібно мати на увазі, що категоріальний апарат фінансового менеджменту перебуває в Україні на стадії становлення. Тому одні й ті самі поняття розглядаються зазвичай у широкому і вузькому розумінні.

Зокрема, це належить до визначеності таких понять, як фінансовий ринок, грошовий ринок, ринок капіталів, ринок позикових капіталів, кредитний ринок, ринок цінних паперів і фондовий ринок.

Здебільшого в основу категорії «фінансовий ринок» покладені 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 розбіжність потреби у фінансових ресурсах з наявністю джерел задоволення цієї потреби у певного суб'єкта;

6) соціально-економічні умови формування пропозиції фінансово-грошових ресурсів, а також умови їхньої 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 фінансовому 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 їхній надлишок, до тих, хто потребує інвестицій.

У цілому поняття «фінансовий ринок» можна розглядати у двох аспектах – як сукупність інститутів (вузький підхід) і 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, потрібно зазначити, 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 справді є основними і практично повністю охоплюють сферу функціонування фінансового ринку, однак це не дозволяє провести розмежування їхньої ролі і місця у відтворювальному процесі.

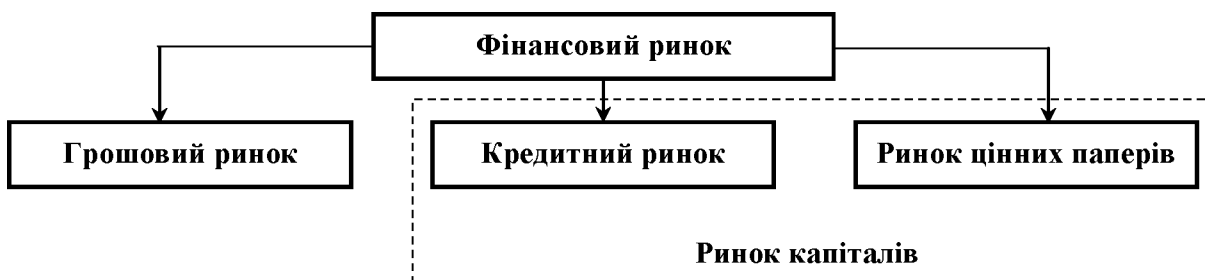


Рис. 1.1. Сегментація фінансового ринку за строками обігу фінансових інструментів

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 (ринок 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 в основному 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.

Поняття «фінансовий ринок» (англ. *financial market*) у сучасному значенні стало використовуватись зовсім нещодавно. Однією з перших праць, де з'явилося це поняття, стала стаття відомого економіста Дж. Тобіна, опублікована 1963 р. Але на той час фінансовий ринок ще не розглядався як сукупність грошового ринку та ринку капіталу, тому саме поняття не знайшло розповсюдження. У загальновідомій *The Encyclopedia Americana* (1973) поняття *financial market* досі ще відсутнє, а 1978 р. у британській енциклопедії *The New Encyclopedia Britannica* воно вже згадується у загальній статті про ринки. Вочевидь, розповсюдженню поняття «фінансовий ринок» у сучасному його сенсі сприяла публікація книги Р. Робінсона «Фінансові ринки: накопичення та розміщення багатства» (1974).

В європейських країнах поняття «фінансовий ринок» поширилося під впливом фінансового ринку США. Натомість у Франції поняття *marché financier* почало використовуватись ще у кінці 1960-их рр., однак не у розумінні грошового ринку (*marché monétaire*), що не увійшов до складу першого. Нині поняття «фінансовий ринок» вживається у цій країні переважно у вузькому значенні як «ринок капіталу».

Порівняно нещодавно поняття «фінансовий ринок» (*finanzmarkt*) стало вживатись і у Німеччині. Свого часу Й. Шумпетер зазначав, що ринок капіталу тотожний ринку грошей і іншого ринку капіталу не існує. Вочевидь, за часів самого Й. Шумпетера поняття «ринок капіталу» у його сучасному розумінні ще не використовувалось, хоча він і зазначав, що в принципі його можна розглядати як довгостроковий, а грошовий – короткостроковий ринок. У сучасній німецькій економічній літературі ці поняття є досить розповсюдженими, хоча поняття «фінансовий ринок» та «ринок капіталу» (у широкому розумінні) часто ототожнюються, оскільки вважають, що ринок капіталу – це організована біржова торгівля довгостроковими цінними паперами (терміном понад рік).

У Директиві ЄС 2004 р. «Про ринки фінансових інструментів» (*Directive of the European Parliament and of the Council «On markets in financial instruments amending»* of 21.04.04 № 2004/39/EC (*MiFi*)) перераховуються види ринків без їхнього визначення: *financial markets* (фінансові ринки), *single market* (єдиний ринок), *regulated markets* (регульовані ринки), *securities markets* (ринки цінних паперів), *money markets* (грошові ринки), *equity markets* (ринки акцій), *cash markets* (ринки готівки), *derivatives markets* (ринки деривативів).

Деякі економісти виступають проти класифікації фінансового ринку на грошовий та ринок капіталу і пов'язують це зі специфікою функціонування інфляційної економіки. Так, вважається, що і цінні папери, і банківські кредити видаються на короткий строк, тому нерідко тривалість періоду, на який видаються тимчасово вільні грошові кошти, не береться до уваги. Дійсно, інфляція значною мірою впливає на сучасні економічні процеси через безперервне переливання капіталу зі сфери середньо- і довгострокових операцій у короткострокові, і навпаки.

Взагалі фінансовий ринок виступає механізмом формування капіталів, що є принципово відмінним від бюджетного механізму, який переважав раніше у нашій економіці. В економічній літературі часто для визначення цієї особливої сфери фінансово-кредитних відносин вживається поняття «ринок позичкових (рос. – ссудных) капіталів», під яким розуміється рух позичкового капіталу, механізм його перерозподілу між країнами, регіонами, галузями та механізми просування грошових коштів від кредиторів до позичальників за допомогою посередників. З історичним розвитком ці механізми трансформуються в систему грошових потоків, що забезпечує створення, розподіл і використання фінансових ресурсів у суспільстві. Система набуває таких важливих рис, як цілісність, структурованість, взаємозалежність та ієрархічність складових елементів, і продовжує активно еволюціонувати.

У західній економічній літературі поняття «ринок позичкових капіталів» не використовується (натомість йдеться здебільшого про ринок капіталу). Він розглядався радянськими дослідниками як механізм функціонування позичкових коштів у зв'язку

з грошовим ринком і ринком капіталу. Так, наприклад, ще 1962 р. *І. Трахтенберг* зазначав, що грошовий ринок і ринок капіталів складають один і той самий ринок позичкових капіталів, але в одному випадку капітал виступає не стільки (хоча він і це значення зберігає) як капітал, скільки як сума купівельних і платіжних коштів, в іншому – позичена сума грошей виступає не стільки (хоча зберігає це значення) як гроші, скільки як капітал. Нині така позиція є спірною через аналіз позичок як грошей окремо від сфери функціонування кредитного ринку та ринку цінних паперів.

Щодо розуміння сутності ринку позичкових капіталів, то тут існує плутанина, що викликана перекладом. У російській мові поняття «ссуда» включає всю сукупність боргових зобов'язань. Аналогом цього поняття в українській мові є вже два слова: позика і позичка. Позика – це відносини з приводу надання коштів у тимчасове користування, коли позичальник бере зобов'язання повернути основну суму боргу і відсотки у визначений строк. Як правило, ці відносини пов'язані з випуском та обігом боргових цінних паперів. Позичка – це спосіб опосередкованого фінансування, коли фінансові установи акумулюють вільні грошові кошти економічних суб'єктів і, як кредитори, надають їх позичальникам у тимчасове користування, тобто це кредит у суто грошовій формі. При цьому позика та позичка є двома формами руху одного й того самого капіталу, борговими зобов'язаннями, оскільки вони обумовлюють зобов'язання емітента повернути фіксовану суму (величину основного боргу плюс процент) у визначений строк, незалежно від економічних обставин. Для загальної характеристики строкових запозичень доцільніше використовувати поняття «ринку боргових зобов'язань», а для відносин з приводу акумуляції кредитними установами грошових коштів фізичних і юридичних осіб і надання їх у тимчасове користування – «ринку позичкових капіталів». При цьому ці ринки не потрібно ототожнювати з фінансовим ринком.

У науковому середовищі існують і різні підходи щодо грошового ринку. Дехто з економістів ототожнює фінансовий ринок з ринком грошей, наприклад *Е. Долан*, *К. Кемпбелл* і *Р. Кемпбелл*. Подібного підходу дотримується *Ф. Мишкін*, який вважає, що

ринок грошей – це фінансовий ринок, на якому купуються і продаються короткострокові боргові інструменти (строк погашення яких менше ніж один рік. З одного боку, грошовий ринок розглядається в широкому розумінні та охоплює сукупність економічних відносин між учасниками ринку з приводу обігу всіх нетоварних активів (грошової маси, цінних паперів, позичкових капіталів тощо), а з іншого – у вузькому розумінні, тобто включає в себе економічні відносини з приводу обігу короткострокових фінансових активів. За такого підходу, як інструменти грошового ринку, фактично розглядаються агрегати грошової маси. Грошовий ринок є механізмом, що забезпечує покриття поточних витрат і платежів, а також є засобом залучення коштів з метою відтворення оборотного капіталу.

Особливої уваги потребує ринок цінних паперів у складі фінансового ринку, що викликає гострі дискусії через природу виникнення цінних паперів. Одні базуються на грошовому капіталі, а інші – на товарному. У сучасних умовах за рахунок широкого використання похідних цінних паперів відбувається взаємопереплетіння цих видів капіталу, що пов'язано насамперед з поглинанням фінансовим ринком інших ринків, які, по суті, не належать до його економічної природи. Грошовий ринок не тотожний ринку короткострокових інструментів, а ринок капіталів оперує не тільки довгостроковими активами. Метою руху фінансових активів (не тільки грошей) у короткостроковому періоді є забезпечення ліквідності ринку, а в довгостроковому – забезпечення потреб у розміщенні (інвестуванні) коштів. Для вирішення цих проблем можуть бути використані активи будь-якого вигляду – безвідносно до їхньої строкової характеристики. Таким чином, оскільки на ринку цінних паперів обертаються фінансові інструменти різних строків обігу, цей ринок є невід'ємною частиною і ринку грошей, і ринку капіталів.

Що стосується ринку цінних паперів, то більшість економістів ототожнюють його з фондовим ринком. Можна виділити такі основні підходи, що характеризують співвідношення між фондовим ринком і ринком цінних паперів:

- 1) вони тотожні, тобто фондовий ринок включає всі цінні папери;

2) фондовий ринок включає тільки акції (пайові цінні папери), що є часткою капіталу компанії;

3) фондовий ринок – це механізм забезпечення відтворення основного капіталу, де основними інструментами є акції і середньо-, довгострокові облігації;

4) фондовий ринок є механізмом відтворення основного й оборотного капіталу (в цьому випадку використовуються також і короткострокові боргові цінні папери).

Таким чином, виникає потреба у дослідженні фондового ринку з позицій теоретико-методологічних засад функціонування фінансового ринку. У цьому випадку потрібно враховувати роль короткострокових позичок не тільки як інструмента відтворення оборотного капіталу, але і як засобу покриття поточних витрат і платежів. Причому цей взаємозв'язок нерідко буває таким сильним, що не дозволяє провести чітке розмежування між ними. З іншого боку, розуміння фондового ринку лише як механізму, що забезпечує обіг пайових цінних паперів, не дозволяє повною мірою висвітлити його інвестиційну спрямованість. Надзвичайно велику роль сьогодні тут відіграють облігації, які набули гнучкості у використанні через систему гарантій стосовно виплат боргу і відсотків з урахуванням інфляційних втрат, можливості конвертації в частину акціонерного капіталу та отримання права голосу тощо.

До того ж у Законі України від 23.02.2006 «Про цінні папери та фондовий ринок» також зазначено, що «фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)». Проте похідні не обов'язково є цінними паперами, тож поняття «фондовий» та «ринок цінних паперів» не можна назвати синонімічними. Крім того, словосполучення «фондовий ринок» міститься тільки у назві регулятора (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку) та біржі (фондова біржа). Можна вважати слова «фондовий», «фондова» архаїзмами, що дістались у спадок від лексики і норм Російської імперії та СРСР. Щодо перекладу англійською мовою застосовуватиметься вираз *Securities Market* (ринок

цінних паперів), а термін «фондовий» не може бути перекладений дослівно.

Потрібно враховувати, що існують різні класифікації видів ринку цінних паперів, в основу яких покладено ті або інші вихідні положення, що залежать передусім від практичної значущості та доцільності. Так, потрібно звернути увагу на види цінних паперів, що слугують критерієм класифікації. Вони у сукупності з іншими критеріями, наприклад емітентом, характером обігу цінних паперів на ринку, організацією торгівлі тощо, можуть класифікуватись як ринки державних, муніципальних і корпоративних цінних паперів, ринки традиційних і похідних цінних паперів (деривативів), організовані та неорганізовані тощо.

Виділення валютного ринку, ринку дорогоцінних металів (або ринку золота), страхового ринку (або ринку страхового капіталу) та ринку нерухомості (іпотечного) у складі фінансового ринку, що зустрічається у різноманітних джерелах, спонукає до дискусії.

Так, наприклад, формування валютного ринку в сучасному його стані пов'язане зі скасуванням золотого стандарту, що обумовило розвиток на цьому ринку спекулятивних операцій з використанням похідних цінних паперів, що призвело до сучасних кризових явищ і поглинання валютного ринку фінансовим. Крім того, якщо приєднуватись до класифікації останнього на грошовий ринок і ринок капіталу, то валютний ринок мав би увійти до сфери короткострокових операцій, оскільки обслуговує міжнародний платіжний оборот і є механізмом обміну одних валют на інші.

Ринок дорогоцінних металів (зливки, медалі та медальйони, монети старої та нової чеканки) сьогодні практично повністю охоплений укладанням угод із використанням похідних цінних паперів, завдяки чому купівля-продаж цих металів може слугувати, з одного боку, способом отримання спекулятивного доходу, а з іншого – засобом страхування фінансових ризиків. Специфіка цього ринку полягає в тому, що вкладення в дорогоцінні метали є більш надійним і вигідним розміщенням капіталу через попит на них як об'єктів приватної та державної тезаврації, а також через нестабільність на валютному ринку.

Щодо страхового ринку, то його виділення як окремого сегмента фінансового ринку не є достатньо обґрунтованим, оскільки страхові компанії як фінансові посередники й інституційні інвестори акумулюють математичні та технічні страхові резерви з подальшим їхнім розміщенням з урахуванням диверсифікації, ліквідності, дохідності у різноманітні фінансові інструменти, що визначені законодавством. Отже, це дає можливість розглядати страховий ринок як елемент інституційної структури фінансового ринку, функціонування якої впливає на вибір з боку інвесторів.

Іпотечний також має свої особливості, що не дають змогу включати його як окремих сегмент до складу фінансового ринку. По-перше, іпотечний ринок є механізмом середньо- і довгострокового кредитування під заставу нерухомості, тобто не може розглядатись окремо від кредитних відносин. По-друге, вкладення в нерухомість – це особливий вид заощаджень та інвестицій, що стосується, у першу чергу, споживачів, які намагаються забезпечити збереження реальної вартості накопичень і тривале користування придбаним майном. З таких умов вкладення у нерухомість набувають інвестиційних ознак і стають привабливими для різних груп інвесторів, однак вони носять поодинокий характер, тобто не є постійними, а як об'єкт, виступає майно, а не грошові кошти. У цьому випадку іпотечний ринок буде дотичний до фінансового лише через використання іпотечних цінних паперів, що віднесені до сфери, власне, ринку цінних паперів.

Отже, 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 як похідний від цих ринків (рис. 1.2).

На грошовому ринку обертаються грошові кошти та їхні 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.

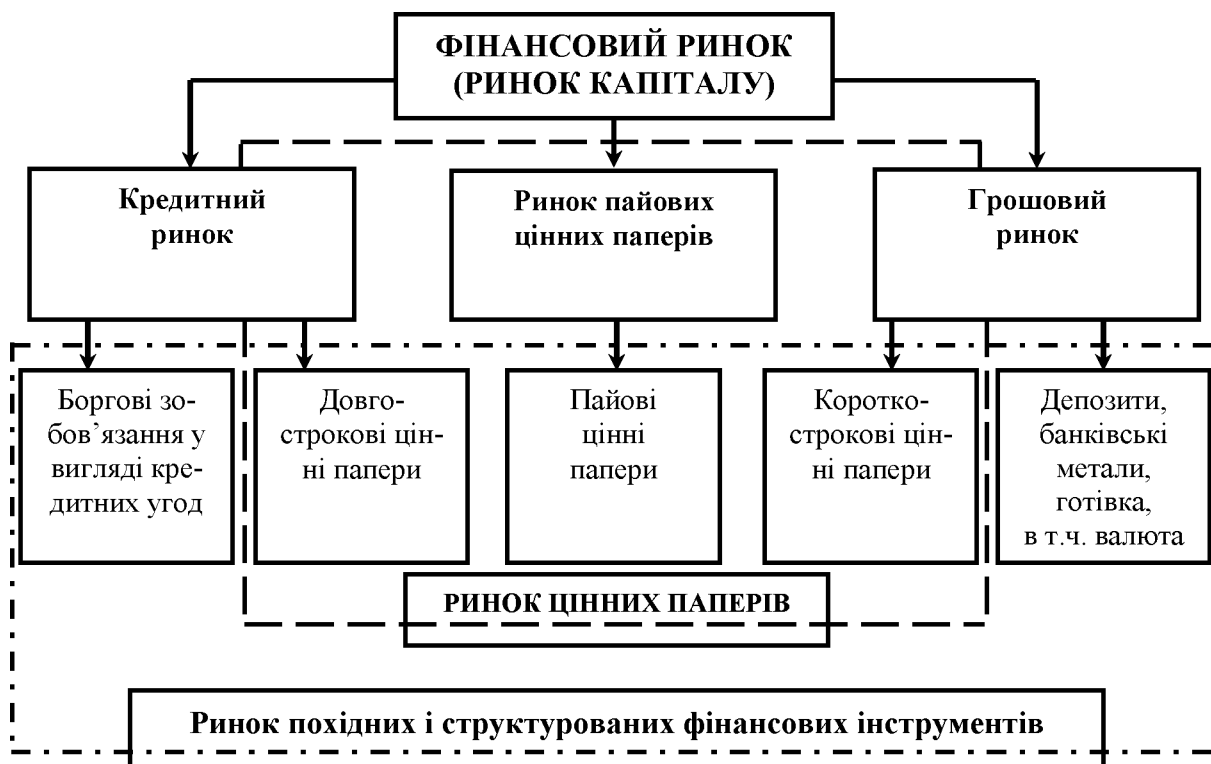


Рис. 1.2. Інструментальна сегментація сучасного фінансового ринку

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*). Усе це дає змогу віднести ці інструменти одночасно з похідними фінансовими інструментами в окремий ринок. Їхню роль на фінансовому ринку недооцінювати не можна, оскільки в сучасних умовах вони стали каталізаторами обвалу фінансових ринків і поширення глобальної фінансової кризи.

1.2. Класифікація фінансових ринків

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

1. За рівнем розвитку інституційного середовища – розвинені ринки (*developed markets*) та ринки, що розвиваються (*emerging markets*). Таку класифікацію було введено у 1980-ті 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. *Розвинені 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 становить 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 ці критерії є досить умовними, більшість інвесторів орієнтується 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.

Часто виділяють також інші три групи ринків: ті, що формуються, ті, що розвиваються, і розвинені. До групи розвинених ринків відносять ринки основних економічно розвинених країн. До групи тих, що розвиваються, – ринки країн, що мають цілком сформовані, але недостатньо розвинені. Відповідно, до групи тих, що формуються, відносять країни, де фінансові ринки не повністю сформувались. Глобальний інститут Мак-Кінсі (*McKinsey Global Institute*) використовує дещо іншу класифікацію: ті, що формуються та розвиваються, розвинені ринки, зрілі ринки. Однак не існує одностайності стосовно того, ринки яких саме країн відносити до тих, що розвиваються, а яких – до групи тих, що формуються. Це можна пояснити тим, що групи країн з ринками, що розвиваються та формуються, є неоднорідними за розмірами, прозорістю та регулюванням.

На практиці використовуються дві основні класифікації ринків, що розвиваються (*emerging markets*), і тих, що формуються, або «граничних» (*frontier markets*). Такий поділ став наслідком класифікацій, що стали використовуватись британським індексним агентством *FTSE (Financial Times Stock Exchange Index company)* 2006 р. і американською компанією *MSCI BARRA (Morgan Stanley Capital International Barra)* 2009 р. Так, за класифікацією *FTSE*, до підгрупи передових ринків, що розвиваються, належать Бразилія, Угорщина, Мексика, Польща, ПАР, Тайвань; до групи другорядних ринків, що розвиваються, – Аргентина, Єгипет, Індія, Індонезія, Китай, Колумбія, Малайзія, Марокко,

Пакистан, Перу, Російська Федерація, Таїланд, Туреччина, Філіппіни, Чеська Республіка, Чилі. До групи країн з ринками, що формуються, відносять Казахстан, Литву, Естонію, Україну та інші країни. За класифікацією MSCI BARRA, до ринків, що розвиваються, відносять Бразилію, Угорщину, Єгипет, Індію, Індонезію, Ізраїль, Китай, Колумбію, Малайзію, Марокко, Мексику, Перу, Польщу, Російську Федерацію, Таїланд, Тайвань, Туреччину, Філіппіни, Чехію, Чилі, ПАР, Південну Корею. До групи тих, що формуються, відносять ринки Казахстану, Литви, України, Естонії та інших країн з високим ризиком.

Якщо брати до уваги підходи Світового економічного форуму і висвітлюваного ним Індексу глобальної конкурентоспроможності, то рівень розвитку країни з її фінансовим ринком у цілому визначається основними субіндексами, що тісно пов'язані з показником ВВП на душу населення (табл. 1.1, 1.2).

Таблиця 1.1

Ваги основних субіндексів для кожної стадії розвитку економіки, %

Субіндекс	Економіка, що визначається факторами виробництва	Економіка, що визначається ефективністю	Економіка, що визначається інноваціями
Базові умови	60	40	20
Фактори ефективності	35	50	50
Фактори інновацій	5	10	30

Світовий досвід свідчить, що практично всі члени-лідери, що досягли найкращих показників в індексі, мають високорозвинені інституції, зокрема відкриту ринкову економіку, переважання приватної власності за одночасного її захисту; ефективне податкове адміністрування, ефективні державні організації з низьким рівнем корупції, прозорі суспільні та фінансові інститути, надійні механізми контролю над державою та бюрократією, незалежну судову систему, мінімальний розрив між формальними та неформальними нормами соціальної поведінки.

Стадії розвитку країн світу та умови їхньої конкурентоспроможності

Стадія розвитку і ВВП на душу населення (дол.)	Країни на стадії розвитку	Умови конкурентоспроможності
<i>Стадія 1</i> (економіка, що визначається факторами виробництва): < 2 000	Бангладеш, Індія, Болівія, Кенія, Киргизька Респ., Молдова, Таджикистан, Пакистан	Базові умови (60 %), фактори ефективності (35 %)
<i>Перехід від стадії 1 до стадії 2:</i> 2 000–2 999	Алжир, Азербайджан, Індонезія, Іран, Казахстан, Монголія, Венесуела, В'єтнам, Україна, Російська Федерація	Базові умови (40–60 %), фактори ефективності (35–50 %)
<i>Стадія 2</i> (економіка, що визначається ефективністю): 3 000–8 999	Вірменія, Бразилія, Болгарія, Китай, Грузія, Румунія, Сербія, ПАР, Таїланд	Базові умови (40 %), фактори ефективності (50 %)
<i>Перехід від стадії 2 до стадії 3:</i> 9 000–17 000	Чилі, Хорватія, Угорщина, Латвія, Литва, Малайзія, Польща, Словаччина, Туреччина	Базові умови (20–40 %), фактори ефективності (50 %), фактори інновацій (10–30 %)
<i>Стадія 3</i> (економіка, що визначається інноваціями): > 17 000	Австралія, Бельгія, Канада, Чеська Респ., Франція, Німеччина, Греція, Ізраїль, Естонія, Італія, Японія, Іспанія, Швеція, ОАЕ, Великобританія, США	Базові умови (20 %), фактори ефективності (50 %), фактори інновацій (30 %)

2. За критерієм ефективності – ефективно слабкий, напів-сильний і сильний фінансові 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 усю 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 з «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 щодо цього буде досконалим, то і його ціновий механізм буде ефективним. Вбачається, що у реальному житті не може існувати такий досконалий ринок, і перелічені вище характерні для нього ознаки можуть бути тільки теоретичними: до них потрібно прагнути, проте ніколи не можна досягти повністю. Особливо нереальним видається вимога щодо відсутності операційних видатків, оскільки за таких умов не можуть існувати установи та організації, що займаються професійною діяльністю на ринку цінних паперів. Так, аналітики стягують платню за проведення досліджень, та і всі фінансові посередники та брокери, що діють на ринку, надають платні послуги. Не можуть бути безоплатними і послуги з надання інформації, оскільки як постачальники інформації, так і всі інші підприємці намагаються отримати доходи від своєї діяльності.

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

Гіпотеза «слабкого ринку» (*weak*) передбачає, що на такому ринку у поточній ціні, наприклад акції, відображено всю інформацію про зміни її ціни у минулому, обсяги торгівлі тощо. Якщо ринок перебуває в цій формі ефективності, то його поточні ціни повністю відбивають інформацію, що містить у собі дані про послідовність змін у цінах у минулому. Тому на такому ринку не можна отримати додаткових доходів через простий аналіз ситуацій попередніх періодів.

Друга форма – гіпотеза «напівсильної» ефективності ринку (*semi strong*) – належить до ринку, на якому ціни повністю відбивають усю доступну суспільству інформацію про фінансові інструменти, що обертаються на ньому. Звідси випливає висновок про те, що на ринку, що перебуває у напівсильній формі ефективності, не можна отримати додаткових доходів (мається на увазі понад очікуваних), якщо діяти з урахуванням матеріалів аналізу, що проводиться на базі суспільно доступної інформації.

І, нарешті, третя форма – гіпотеза «сильної» ефективності (*strong*) – пов'язана з ринком, на якому в поточних ринкових цінах повністю відбивається вся інформація (не тільки суспільно доступна, але й приватна (інсайдерська), що міститься у розпорядженні окремих осіб. Логіка підказує, що якщо ринок перебуватиме у формі сильної ефективності, то навіть отримавши інформацію, яка недоступна для інших учасників ринку, на ньому не можна буде мати додаткових прибутків, оскільки в поточній ціні вже враховано і цю інформацію.

Поява в науці гіпотези про три форми ефективності ринку поставила нові завдання перед дослідниками: довести або спростувати можливість існування сучасного ринку цінних паперів тією чи іншою формою. Гіпотезу ефективного ринку досить складно перевірити експериментальним шляхом, оскільки для цього треба бути впевненими в тому, що отримано дійсно всю необхідну інформацію (що відповідає кожній з трьох форм), та, крім того, необхідно правильно оцінити напрям і розмір впливу цієї інформації на ринкові ціни.

Прибічникам теорії ефективного ринку вдалось довести, що чинний ринок може перебувати в слабкій або напівсильній формі ефективності, проте їхні спроби підтвердити наявність ринку у сильній формі зазнали невдачі.

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

Універсальним називається ринок, на якому попит клієнтів задовольняється повністю з незначними трансакційними 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 високорозвиненим 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».

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

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

Регіональний ринок функціонує в межах області або певного регіону. *Місцевий (локальний) фінансовий ринок* представлений в основному операціями учасників ринкових відносин з їхніми 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 брати як національні інвестори, так і іноземні. Також поняттям «міжнародний ринок» можуть охоплюватися випадки, коли одні й ті ж самі цінні папери перебувають в обігу на територіях різних країн.

У цілому універсальні ринки є одночасно міжнародними, оскільки потоки капіталу у відрегульованих умовах не стикаються з адміністративними перешкодами. В умовах глобалізації національна приналежність економіки стає підпорядкованим, а не визначальним чинником розвитку. Але реально наявні протилежні інтереси учасників ринку обмежують просторову свободу поведінки економічних контрагентів. Тенденції інтеграції фінансових ринків спонукають до їхнього екстериторіального функціонування. Екстериторіальним є поняття «євроринок» – наднаціональне самоорганізоване утворення з вільним переміщенням капіталів, матеріальних ресурсів і робочої сили.

Сценарії подальшого розвитку фінансової глобалізації пов'язуються з «хабовою» теорією. Словосполучення «фінансовий хаб» було взято із новин агентства *Bloomberg* і являє собою фінансовий центр (фінансову столицю) – регіон (місто, фінансова установа), де сконцентровані фінансові потоки. Як регіон, може розглядатися Сінгапур і Люксембург, міста Лондон і Гонконг, фінансова установа – Нью-Йоркська фондова біржа, яка вже давно є лідером фінансової індустрії. Таких територій у світі сьогодні налічується 83 і в них сконцентровані основні фінансові ресурси. Інші ж території лише втягуються у найближчий фінансовий хаб.

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

Одне з найважливіших завдань первинного ринку полягає у тому, щоб звести до мінімуму ризик інвестора. На це спрямовані державні законодавчі і нормативні акти, що регулюють діяльність учасників ринку, вимоги щодо опублікування інформації про емітента, підготовки проспекту емісії, реєстрації цінних паперів та відповідних даних в органах-регуляторах. Первинні ринки є тимчасовими ринками і переважно небіржовими ринками. Доходи від продажу належать емітенту.

Вторинний ринок є ринком, де відбувається купівля-продаж раніше випущених фінансових інструментів. Основною 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 незначними варіаціями курсів та невисокими витратами 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.

Вторинний ринок обов'язково містить елемент спекуляції. Оскільки мета діяльності на ньому – дохід у вигляді курсової різниці, а курсова вартість формується під впливом попиту та пропозиції, існує багато способів впливу на курс фінансових інструментів у бажаному напрямі. Міграція капіталу відбувається у вигляді переливання його до місць необхідного докладання і впливу капіталу з тих видів діяльності або компаній, де наявний його надлишок. Механізм цього руху такий: зростає попит на певні товари, послуги, зростають їхні ціни, збільшуються прибутки від їхнього виробництва і в ці види діяльності спрямовуються капітали, що вивільнені з тих, де попит на продукцію зменшується і які стають менш прибутковими.

У підсумку функціонування вторинного ринку забезпечує постійну структурну перебудову економіки з метою підвищення її ринкової ефективності і є так само необхідним для існування

ринку цінних паперів, як і первинний ринок. У табл. 1.3 наведено порівняння первинного та вторинного ринків.

Таблиця 1.3

Порівняльна характеристика первинного та вторинного ринків

Ознака	Первинний ринок	Вторинний ринок
Мета	Формування власного чи позичкового капіталу	Торгівля активами та отримання доходу
Учасники	Емітенти, інвестори, андерайтери	Торговці та інвестори
Правила поведінки учасників	Жорсткі	Більш вільні
Регулятивні інститути	Державні органи-регулятори	Саморегулювальні організації (СРО)
Умови започаткування	Андерайтинг	Купівельний попит
Рівень прозорості	Адміністративно заданий	Мінливий
Можливість спекуляції	Обмежена	Необмежена

До вторинного ринку належать біржовий та позабіржовий ринки.

Біржовий ринок – це ринок торгівлі фінансовими інструментами (цінними паперами), що здійснюється на фондовій біржі як організатор 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. Їхнє призначення – створення та впровадження організаційної та технічної системи, які б надавали можливість швидко, впорядковано й ефективно укласти та виконувати угоди купівлі-продажу цих інструментів. Згідно з нормативними актами різних країн основними елементами біржової торгівлі є:

1) допуск та вилучення цінних паперів до/з обігу на фондовій біржі;

2) визначення способів біржової торгівлі, тобто способів або шляхів укладання угод купівлі-продажу цінних паперів між учасниками біржової торгівлі;

- 3) визначення видів угод, що можуть укладатися на біржі;
- 4) встановлення кола учасників біржової торгівлі;
- 5) регламентація порядку оформлення біржових угод купівлі-продажу;

б) визначення порядку виконання доручень клієнтів на продаж або купівлю фінансових інструментів, що котируються на фондовій біржі.

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.

Форми організації фінансового ринку наведено на рис. 1.3.



Рис. 1.3. Форми організації фінансового ринку

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

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. Для нього характерні такі риси:

- відсутність фізичного місця зустрічі продавців та покупців; комп'ютеризовані торгові місця розміщуються безпосередньо в офісах фірм-торговців фінансовими інструментами або безпосередньо їхніх продавців і покупців;

- непублічність характеру процесу ціноутворення, автоматизація процесу торгівлі фінансовими інструментами;

- безперервність у часі та просторі процесу торгівлі фінансовими інструментами.

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 суто 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, облігації) 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 ануїтетних 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 два важливих завдання: 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. Процентна ставка – це ціна грошей, і тому залежить від їхньої пропозиції. Якщо Національний банк України вважає, що необхідно стимулювати підприємницьку діяльність за рахунок зниження процентної ставки, він починає скуповувати державні цінні папери. За рахунок цього в економіку поступає додаткова маса грошей, і процентна ставка знижується. А якщо НБУ вважає, що швидке економічне зростання загрожує високою інфляцією, – продає державні цінні папери. Врешті-решт з економіки вилучається частина грошей, що призводить до зростання процентної ставки та стримання ділової активності.

З розвитком фінансового ринку кількість класифікаційних ознак може бути збільшена.

1.3. Функції та роль фінансового ринку в економічних процесах

Фінансовий ринок не займав чільного місця в економічній теорії до появи концепції «факторів виробництва». Спочатку у концепцію, що була запропонована *В. Петті* у XVII ст., входили два основні фактори виробництва – земля та праця. Уже у середині XVIII ст. фізіократи, зокрема *Ф. Кене* і *Ж. Тюрго*, виділили капітал як фактор виробництва, адже в їхньому розумінні він був не тільки грошовими коштами, а й засобами виробництва, що забезпечують сам процес виробництва. Наприклад, фізіократи підкреслювали можливість відтворення капіталу шляхом його оновлення за допомогою отриманого прибутку. Визнаючи необхідність капіталу в процесах виробництва, *Ж. Тюрго* також вказував на стратегічно важливу роль відсоткової ставки, за якою надавався необхідний обсяг позичкового капіталу. Класичні економісти, включаючи *А. Сміта* та *Д. Рікардо*, доповнили цю концепцію деталями, що вказують на проблематику розподілу цих факторів у ціні виробленого продукту.

Класичну виробничу функцію було представлено як функцію двох факторів – праці та капіталу. Після маржинальної революції кінця XIX ст. вона була доповнена економістами-неокласиками. Так, *І. Фішер* у своїх роботах «Капітал і прибуток» (1906) і «Відсоткова ставка» (1907) визначив еквівалентність капіталу та інвестицій з використанням концепції грошових потоків у часі та маржинальної ефективності, а також виробничу функцію як функцію інвестицій та праці.

Цікава є думка *К. Маркса* про те, що капітал стає особливим видом виробничих відносин і зовні представлений як засоби виробництва (постійний капітал), працівники (змінний капітал), гроші (грошовий капітал), товари (товарний капітал). Він одним із перших економістів виокремив проблематику використання кредитних ресурсів в економічному зростанні. Критикуючи капіталістичну систему виробництва, *К. Маркс* вніс великий вклад у розвиток теорії економічних криз і циклів. Економічне зростання за рахунок кредитного фінансування пізніше буде в центрі уваги

таких відомих економістів, як *Е. Бем-Баверк* (ефект примусових заощаджень і проблема надлишку інвестицій), *Й. Шумпетер* і *Ф. Хайек* (теорії економічних циклів). Незважаючи на те, що ці представники Австрійської економічної школи були повністю згодні з поглядами *К. Маркса*, вони визнавали наявність деяких з описаних ним проблем. На початку ХХ ст. економісти не тільки представляли фінансовий ринок і банківську систему як важливий елемент економіки, а й мали певну думку про вплив цього елемента на рівень цін й інші макроекономічні параметри.

Отже, у ранніх економічних теоріях фінансовий ринок представлений як структурний елемент економіки, основною функцією якого є посередництво в доступі до одного з найважливіших виробничих факторів – капіталу. У сучасних умовах фінансовий ринок виконує різні функції, зокрема:

1. Функція забезпечення взаємодії покупців і продавців фінансових інструментів із забезпеченням встановлення рівноважних ринкових цін, що пов'язана із суперечливою гіпотезою «ефективного ринку», а також з механізмами ціноутворення, розробленими економістами, що згадувалися 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 такому. Покупець/інвестор, вкладаючи кошти, розраховує отримати максимальний прибуток (дохід) за мінімальними витратами. 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 їхня ціна збільшується. Переливання грошових ресурсів у вказані інструменти та активи приведе у підсумку до розширення їхньої пропозиції і, як наслідок, – зниження ціни. Інвестиції ж спрямовуються до нових високоприбуткових видів інвестиційних товарів.

Кожному учаснику фінансового ринку необхідно знати, на який ступінь активності ринку йому потрібно орієнтуватися за розробки власної фінансової стратегії. Тут важливо враховувати кон'юнктуру фінансового ринку, якій характерні чотири стадії: підйом кон'юнктури; кон'юнктурний бум; послаблення кон'юнктури; кон'юнктурний спад (рис. 1.4).

Обсяг операцій на фінансовому ринку

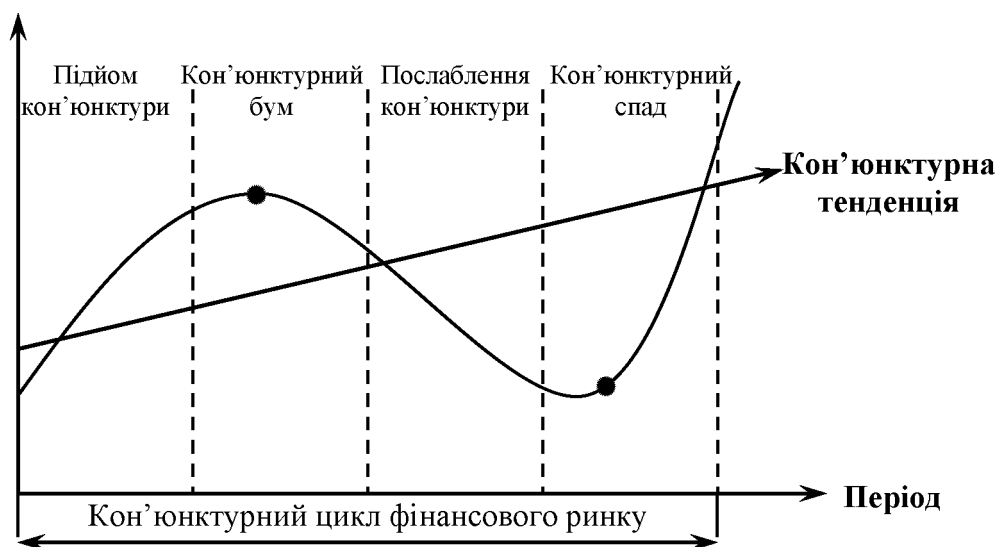


Рис. 1.4. Стадії кон'юнктури фінансового ринку

Підйом кон'юнктури пов'язаний з підвищенням активності ринкових процесів у зв'язку з поживленням економіки в цілому. Обсяг попиту на об'єкти фінансового ринку зростає, ціни також, розвивається конкуренція серед фінансових посередників. *Кон'юнктурний бум* характеризує різке зростання попиту на всі фінансові активи та інструменти (і їхні ціни), яке пропозиція задовольнити не може, підвищуються посередники. *Послаблення кон'юнктури* пов'язане із зниженням ділової активності у зв'язку зі спадом в економіці в цілому стосовно повного насичення попиту на фінансові активи та інструменти і деякого надлишку їхньої пропозиції. Для цієї стадії характерні спочатку стабілізація, а потім і зниження рівня цін на більшість з них. Відповідно, знижуються доходи покупців/інвесторів та посередників. *Кон'юнктурний спад* на фінансовому ринку є найбільш несприятливим періодом з позиції ділової активності. Він характеризується

найнижчим рівнем попиту і скороченням обсягів пропозиції фінансових активів та інструментів. Ціни на об'єкти інвестування знижуються. Фінансова та страхова діяльність стає збитковими. Фінансовий ринок розвивається циклічно, тож потрібно систематично вивчати стан його кон'юнктури для формування ефективною фінансовою стратегією прийняття економічно обґрунтованих рішень.

2. Функція впливу на економічний розвиток і згладжування (посилювання) амплітуди циклічних коливань. Наприклад, стверджується, що за умов розвиненого фінансового ринку змінність заощаджень (інвестицій і споживання) буде нижчою, ніж в економіці із 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 вплив 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.

У згадуваних вище теоріях циклічного розвитку *Й. Шумпетера* (1912) і *Ф. Хайека* (1931) фінансовий ринок і банківська система виділялись як ціле та єдине джерело необхідного для економічного зростання кредиту. Вони вважались цими дослідниками пасивними учасниками економічного зростання, які адаптуються до потреб ринку та надають кредити підприємцям. Роботи *Г. Марковіца*, *Н. Калдора*, *О. Моргенштерна*, *В. Шарпа*, *Ф. Блека* та *М. Шоулза*, а також *С. Росса* у другій половині ХХ ст. укорінили поняття фінансового ринку як сфери реалізації інвестицій. Його інвестиційна функція розширилася з появою теорій оптимізації портфеля інвестицій, механізму ціноутворення фінансових інструментів та управління ризиками.

Зміст інвестиційної функції як вихідної функції фінансового ринку полягає в акумуляції вільних грошових капіталів і заощаджень з їхнім подальшим використанням як інвестиційних ресурсів. При цьому за допомогою цього ринку інвестиції перерозподіляються секторами економіки, видами економічної діяльності, територіями та країнами.

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.

Нині фінансовий ринок можна вважати акумулятором фінансових ресурсів для реалізації науково-дослідних і дослідно-конструкторських робіт (далі – НДДКР). Ефективний ринок цінних паперів підвищує віддачу від інноваційної діяльності та дисциплінує працю дослідників, венчурних підприємців завдяки моніторингу їхньої господарської діяльності. Усунення фінансового ринку із фінансування НДДКР буде пов'язане із загрозою небросовісної поведінки та низькою віддачею на вкладений капітал, що було, наприклад, однією з причин неефективного впровадження результатів НТП у країнах колишнього соціалістичного

табору, однак мало місце і у ряді країн з ринковою економікою, наприклад в Японії у період стагнації 90-х рр. ХХ ст.

Прибічники фінансування економіки через ринок цінних паперів і грошово-кредитний ринок часто виступають з критичними оцінками теорій один одного (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Концепції фінансування економіки через грошово-кредитний ринок і ринок цінних паперів

Фінансування економіки через грошово-кредитний ринок і критичне оцінювання ринку цінних паперів	Фінансування економіки через ринок цінних паперів і критичне оцінювання грошово-кредитного ринку
<p><i>Дж. Стігліц:</i> розвинені ринки акцій породжують так звану «проблему безбілетника» (free rider): інформація на таких ринках є більш доступною для інвесторів, що не стимулює пошук найперспективніших компаній. Це знижує вірогідність того, що саме найефективніші проекти отримають фінансування, і це позначається на економічному розвитку країни</p>	<p><i>Р. Раджан і Л. Зінгалез:</i> викачування своєрідної інформаційної ренти за отримання інсайдерської інформації про компанію; надмірне опікування і надання підтримки фірмам, що відчувають труднощі або провалились. У періоди радикальних перетворень це може призвести до тривалого неефективного використання ресурсів</p>
<p><i>А. Шлейфер і Л. Саммерс:</i> ліквідні ринки цінних паперів полегшують злиття та поглинання, однак призводять до збагачення корпоративних піратів, а також породження негативних соціальних явищ. Висока ліквідність призводить також і до того, що інвестори мають змогу швидко продати свої фінансові інструменти, що знижує стимули займатись корпоративним управлінням</p>	<p><i>Р. Морк і М. Накамура, Д. Вейнстейн і Й. Яфех:</i> формування пасивів за рахунок переважно боргових інструментів; проведення достатньо зваженої інвестиційної політики щодо кредитування нових інноваційних проектів із стримуванням тим самим економічного розвитку</p>
	<p><i>Ф. Аллен і Д. Гейл, Ф. Модільяні і Е. Перотті:</i> успішна реалізація функції збору та обробки інформації, проте неефективність у нестандартних ситуаціях, коли йдеться про нові продукти й технології. Підтвердженням є такі країни, як Гонконг, Корея, Сінгапур, Тайвань, які обирають фінансування через емісію цінних паперів, передусім акцій, а не кредитування</p>
	<p><i>Е. Венгер і К. Кесерер:</i> концентрація значних пакетів акцій у банків, що порушує принципи економічної демократії та призводить до неефективного корпоративного управління</p>

Досліджуючи роль сегментів фінансового ринку, зокрема інноваційну роль ринку цінних паперів, не можна оминати увагою потреби основних секторів економіки у формуванні певної моделі фінансування їхньої діяльності, тобто кожна з них має свої переваги та недоліки (табл. 1.5). Тож не дивно, що дослідники досі не можуть вирішити, яка з його моделей є найвигіднішою для економічного розвитку. Хоча останні дослідження *А. Деміргуч-Кунт, Е. Фейсна, Р. Левіна* свідчать про те, що зі зростанням економіки послуги ринку цінних паперів стають більш важливими для стимулювання економічної активності, тоді як ті, що їх надають банки, стають менш важливими.

Таблиця 1.5

Потреби секторів економіки у виборі сегмента фінансового ринку

Сектор економіки	Складові	Сегмент фінансового ринку	
		Грошово-кредитний ринок	Ринок цінних паперів
Реальний сектор	Малі та середні корпорації (традиційні)	+	
	Малі та середні корпорації (високотехнологічні)		+
	Великі корпорації (великий борг)	+	
	Великі корпорації (малий борг)		+
Сектор домогосподарств	Високі доходи		+
	Середні доходи	+	
	Низькі доходи	+	
Сектор державного управління	Високий державний борг		+
	Низький державний борг	+	

Наразі у країнах з потужними ринками цінних паперів динаміка ВВП суттєвіше за інші країни відчуває коливання. Так, кризові явища на ринках капіталу істотно вплинули на чисті фінансові операції домогосподарств США та Великобританії. У підсумку ВВП, з одного боку, значною мірою залежить від розвитку

ринку цінних паперів, а з іншого – банків як регуляторів грошового обігу. У цьому випадку останні обмежують волатильність ринку і через це згладжують кризи у реальному секторі, що виникають під впливом монетарних чинників.

Щодо інноваційного потенціалу сегментів фінансового ринку, то в Японії венчури мають слабкий потенціал, а більшість з них є дочірніми структурами банків. Фонди ризикового капіталу США інтенсивніше інвестують у високотехнологічні фірми на ранніх стадіях розвитку (37 %), у той час як німецькі фонди зазвичай фінансують фірми на останніх етапах розвитку (11 %) і переважно високі технології, до того ж ускладненим є вихід з венчуру. Німеччина сьогодні стоїть перед проблемою «яйця і курки»: ринок ризикового капіталу потребує наявності ринку цінних паперів, а той, у свою чергу, – підприємців і угод, що вимагають наявності ринку ризикового капіталу. Але основна проблема – одночасне формування та наявність комплексу взаємозалежних інституцій, а також очікування їхньої дієвості у певний період часу.

5. Функція створення нових фінансових продуктів, адже, як ще колись підкреслювалося *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. Потрібно зазначити, що у другій половині ХХ ст. фінансові інновації заохочувалися на державному рівні: голова Федеральної резервної системи США *А. Грінспен* у 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.

Стрімкий розвиток фінансової інженерії за останні два десятиліття є наслідком впливу зовнішніх і внутрішніх чинників.

Перша група включає в себе посилення коливання цін, глобалізацію фінансових ринків, податкові асиметрії, досягнення науки та технології, успіхи фінансової теорії, посилення конкуренції й операційні витрати. Друга група пов'язана з чинниками, що їх суб'єкт господарювання має можливість контролювати. Проте ідея оптимізації ризиків за допомогою фінансового інжинірингу була порочною вже у своїй основі. Адже неможливо зовсім вилучити ризик з фінансової системи, оскільки тоді фінансова система не «працюватиме». *Ризик – це душа фінансового ринку, його філософія та інституційне поле діяльності.*

6. Спекулятивна функція, що стала виділятися дослідниками на початку ХХ ст. 1900 р. *Л. Бачельєр* опублікував дисертацію за темою «Теорія спекуляції», в якій аналізувався рух 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-ті 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.

Нині суттєво змінюється психологія бізнесу за рахунок: 1) нових фінансових технологій та інструментів, коли гроші дістаються легше; 2) хеджування з практичним уникненням ризиків (остання обставина базується на авторитеті нобеліантів *Р. Мертона* і *М. Шоулза*). І оскільки обсяги операцій у світі зросли колосально, то з'явилася немислима раніше можливість використовувати навіть найнезначніший дохід з кожної операції. Крім того, на ключові позиції у фінансовій сфері приходять нові підприємці, які впроваджують свої неформальні норми, а згодом і правила, що структурно змінює психологію ринку. Так, Нобелівський лауреат у галузі економіки *М. Міллер* (1990), підтримуючи «молодих енергійних менеджерів», вважав, що вони здійснили кардинальну «перебудову» фінансових ринків. В усіх цих перетвореннях і проявилася хижацька психологія цих менеджерів, коли склалася система корпоративного управління, що дозволила отримувати голові правління у 400 разів більше за середнього працівника (20 років назад він одержував у 40 разів більше).

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 й 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.

Досліджуючи фінансовий ринок за допомогою функціонально-структурного підходу (з поєднанням неокласики, інституціоналізму та поведінкових фінансів), на основі аналізу його функції ефективного перерозподілу грошових коштів можна виділити й інші функції, що полягають у забезпеченні управління ризиком, розв'язання проблем стимулювання та подолання асиметрії інформації.

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 їхньої взаємної нейтралізації шляхом зустрічного та си-

метричного хеджування, а також передачі ризиків фінансовим посередникам. Ця функція сприяє зниженню фінансової невизначеності в економіці на основі оцінки ризиків та їхнього 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 сфері, є Дж. Стігліц, В. Бенсівенга, Б. Сміт, Д. Даймонд, Д. Грінвуд та інші.

Проблема «морального ризику» (moral hazard) виникає тоді, коли, наприклад, володіння фінансовими інструментами призводить до того, що їхній продавець припускає більший ризик або менше прагне попередження події із втратами. У випадку облігаційних позик власник боргових цінних паперів не знає, чи вчасно емітент поверне борг. *Проблема «несприятливого відбору» (adverse selection)* зазвичай виникає через нерівномірний обсяг інформації сторін угоди. Наприклад, фізичні особи, які придбали фінансові інструменти з певним типом ризику, набагато більше за всі домогосподарства у цілому підпадають під цей ризик. *Проблема відносин «комітент-комісіонер» (principal-agent problem)* полягає у виникненні протиріч між інтересами сторін. Так відбувається, наприклад, коли брокер на ринку цінних паперів займається «збиванням масла», тобто здійснює численні угоди за рахунок клієнта, які не приносять клієнту доходу, але збільшують суму комісійних.

11. Функція подолання асиметрії інформації відіграє важливу роль у 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 зрослися 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 са-

мих банків – установ, що спеціалізуються на зборі й використанні інформації. Але в умовах структурованих фінансових продуктів ці функції довели свою неспроможність: сек'юритизація призвела до втрати інформації через анонімне посередництво між кредиторами і позичальниками. Відповідальність за інформаційну складову була передана рейтинговим агентствам і, як правило, покупець траншів облігацій, забезпечених борговими зобов'язаннями, не повинен витрачати сили на збір інформації про своїх контрагентів. Банки мінімізували свою відповідальність через процес сек'юритизації, але повинні були знизити і ліквідувати асиметричність інформації – ситуацію, коли одна сторона є більш інформованою за іншу, і знає про свою інформаційну перевагу. Існує й інший бік такої інформації, коли вона виникає з об'єктивних причин. Наприклад, *Дж. Стігліц* зазначає, що збільшення прозорості фінансових компаній не змінить ситуацію, оскільки справа не у нестачі інформації, а навпаки, у її надлишку: деривативи настільки ускладнюють сучасний фінансовий сектор, що інвестор неспроможний оцінити ризики. Проте це не є підставою для зниження транспарентності фінансової діяльності, адже прозорість потрібна зречому (компетентному). Наразі з підвищенням загального рівня фінансової грамотності всіх учасників ринку капіталу можна зменшити рівень інформаційної асиметрії та наблизити її до оптимальної, якщо не до абсолютної.

Фінансовий ринок і його учасники дозволяють здійснювати такі види трансформації:

– заощаджень в інвестиції, коли він поглинає певну частину цих ресурсів, оскільки діяльність учасників фінансового ринку пов'язана зі спредами, комісійними і платежами за угоди. Звичайно, вони є необхідними для нормального функціонування ринку, однак можуть бути надвисокими через монопольну владу, регулювання тощо. Якщо отримана у такий спосіб квазірента витрачається на приватне споживання або неефективне інвестування, то ця втрата ресурсів стримує економічне зростання;

– часову через перетворення коротких грошей на довгі, і навпаки. Сьогодні строки надання фінансових ресурсів хоча поступово і зростають, проте не задовольняють потреб усіх суб'єктів

господарювання. Якщо сукупна частка фінансового ринку у джерелах фінансування економіки і невелика, то його частка в інвестиціях і поготів. Потрібно зважати на деякі дослідження, які показали, що збільшення строків розміщення фінансових ресурсів відбувається переважно за рахунок збільшення строків їхнього залучення учасниками ринку. Отже, насичення економіки «довгими грошима» відбувається екстенсивно, а не у результаті більш інтенсивної трансформації фінансових ресурсів;

– обсягів через перетворення оптових ресурсів у роздрібні, і навпаки. Інституційні інвестори на фінансовому ринку проводять активні операції з перетворення роздрібних ресурсів в оптові, а останні стають з часом дефіцитними;

– регіональну через організацію територіального розподілу фінансових ресурсів за допомогою механізму функціонування ринку. Її виділення є виправданим для вітчизняної практики, адже гроші у Києві є нерівноцінними грошам у провінції, а між-регіональний перерозподіл фінансових ресурсів пов'язаний із суттєвими ризиками для фінансових установ.

Усі ці види трансформації пов'язані з відповідними ризиками: кредитним, валютним, відсотковим, ліквідності тощо. Вони можуть ініціювати загрозу стійкості фінансового ринку, а регулятори мають забезпечувати відповідний моніторинг, а за потреби – оперативне втручання.

Звичайно, підходи стосовно функцій фінансового ринку можуть істотно відрізнитися залежно від країн, наукових шкіл тощо. Але цілком очевидно, що цей ринок у цілому є відкритою динамічною системою, що постійно підлягає інноваційним трансформаціям і не може бути статичною, і з розвитком економіки паралельно відбувається розвиток фінансових відносин, що відображається у зміні підходів до функціонального змісту. У зв'язку з цим для вироблення ефективних форм взаємодії учасників фінансового ринку необхідно привести фінансову теорію відповідно до сучасних реалій інноваційного розвитку. Нині ж в українській та іноземній економічній літературі не сформувався сталих загальноприйнятих підходів до чинників розвитку фінансового ринку, що визначають сьогодні його характеристики та роль в економічних процесах.

1.4. Сутність та види фінансових інструментів

У сучасній економічній літературі наведена велика кількість визначень фінансових інструментів, основними з яких є:

– фінансовий інструмент – це узаконений сертифікат, що належить його власнику та засвідчує вкладення коштів або майна з метою отримання доходу виключно за рахунок господарської діяльності інших;

– як фінансовий інструмент приймається будь-який документ, який пов'язаний з виникненням права на грошові або інші цінності, що не можуть бути реалізованими чи переданими іншій особі без наявності подібного документа;

– вказаним терміном охоплюються будь-які грошові документи, включаючи цінні папери чи операції з ними;

– фінансові інструменти – це контракти, результатом яких є поява певної статті в активах одного суб'єкта і статті у пасивах іншого суб'єкта інвестування;

– фінансові інструменти – це різноманітні форми фінансових зобов'язань (для коротко- та довгострокового інвестування), торгівля якими здійснюється на фінансовому ринку. Вони включають грошові кошти та цінні папери.

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

У системі національних рахунків (СНР 2008) термін «інструмент» може використовуватись для статей у балансі фінансових активів і пасивів відносно як активів, так і зобов'язань. У класифікацію фінансових інструментів включені два класи фінансових активів: 1) золото в зливках, що належить органам грошово-кредитного регулювання та іншим суб'єктам, які фактично контролюються цими органами, і зберігається як фінансовий актив і є компонентом міжнародних резервів; 2) акції, інші корпоративні цінні папери та участь у фінансовому капіталі. У них немає фіксованої викупної вартості, як це має місце для багатьох

інших фінансових активів, але вони є вимогами акціонерів до чистої вартості капіталу корпорації. При цьому класифікація фінансових інструментів стала ускладненою через фінансові нововведення, що привели до розвитку та збільшення використання нових і часто складних фінансових активів та інших фінансових інструментів із тим, щоб задовольнити потреби інвесторів щодо термінів погашення, прибутковості, безпеки та інших чинників. Проблема ідентифікації ускладнюється різноманітністю характеристик фінансових інструментів у різних країнах і національної практики їхнього обліку та класифікації. Детальну класифікацію фінансових інструментів за міжнародними стандартами наведено у табл. 1.6.

Таблиця 1.6

Класифікація фінансових інструментів у Системі національних рахунків

№	Фінансовий інструмент	Складові та їхнє визначення
1.	Монетарне золото та спеціальні права запозичення (СПЗ)	<p>Монетарне золото – золото, що належить органам грошово-кредитного регулювання (або іншим суб'єктам, які перебувають під їхнім фактичним контролем), і є резервним активом</p> <p>Спеціальні права запозичення (СПЗ) – міжнародні резервні активи, що створюються Міжнародним валютним фондом (МВФ) і розподіляються серед його членів на додаток до наявних резервних активів</p>
2.	Готівкова валюта та депозити	<p>Готівкова валюта – банкноти та монети, що мають фіксовану номінальну вартість і випущені або дозволені до випуску центральним банком або органами державного управління</p> <p>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</p>
3.	Боргові цінні папери	Боргові цінні папери – це інструменти в обігу, що є свідченням боргу (векселі, облігації, депозитні сертифікати у вільному обігу, комерційні папери, боргові зобов'язання, цінні папери, що забезпечені

Продовження таблиці 1.6

		активами, та інші подібні фінансові інструменти, що зазвичай підлягають торгівлі на фінансових ринках)
4.	Позички	Позички – фінансові активи, що а) виникають, коли кредитор надає кошти безпосередньо дебітору і б) оформлюються документами, що відсутні в обігу
5.	Акціонерний капітал та акції інвестиційних фондів	<p>Акціонерний капітал – усі інструменти та документи, що підтверджують вимоги на залишкову 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</p> <p>Інвестиційні фонди – установи колективного інвестування, за допомогою яких інвестори об'єднують кошти для інвестування у фінансові або нефінансові активи.</p> <p>Фонди грошового ринку – інвестиційні фонди, які інвестують виключно або переважно в короткострокові цінні папери грошового ринку, такі як казначейські векселі, депозитні сертифікати і комерційні папери.</p> <p>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</p>
6.	Програми страхування, пенсійного забезпечення та стандартизованих гарантій	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 нинішніх, так і майбутніх пенсіонерів до їхніх роботодавців або до фонду, що обраний роботодавцем для виплати зароблених пенсій відповідно до умов трудового договору між роботодавцем і працівником

Продовження таблиці 1.6

		Резерви для врегулювання вимог за стандартизованими гарантіями – складаються з попередніх чистих платежів і резервів, що необхідні для покриття нерегульованих вимог за стандартизованими гарантіями
7.	Похідні фінансові інструменти та опціони на придбання акцій працівниками	<p>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 їхній власній якості</p> <p>Опціон на придбання акцій працівниками – це угода, що укладена на певну дату (дату гранту), згідно з якою працівник може придбати певну кількість акцій роботодавця за встановленою ціною (ціною виконання) або у встановлений момент часу (дата передачі), або упродовж певного періоду часу (період використання), що настає негайно за датою передачі</p>
8.	Інша кредиторська та дебіторська заборгованість	<p>Комерційні кредити та аванси – комерційні кредити на товари та послуги, що надаються корпораціям, органам державного управління, некомерційним організаціям, домашнім господарствам та ін., і аванси за незавершену роботу (якщо вона таким чином класифікована у складі запасів матеріальних оборотних засобів) або за виконану роботу</p> <p>Інша дебіторська або кредиторська заборгованість (виключаючи комерційні кредити та аванси) – інша дебіторська та кредиторська заборгованість, крім описаної раніше, тобто не пов'язана з наданням товарів і послуг</p>

Згідно з Директивою 2014/65/EU Європейського парламенту та Ради від 15.05.2014 «Про ринки фінансових інструментів», якою вносяться зміни у Директиви 2002/92/EC і Директиви 2011/61/EU, до фінансових інструментів віднесено:

1. Оборотні цінні папери.
2. Інструменти грошового ринку.
3. Паї організацій колективного інвестування.
4. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що

пов'язані з цінними паперами, валютою, ставками процента або дохідністю, квотами на викиди або іншими деривативними інструментами, фінансовими показниками або фінансовими заходами, за якими здійснюються фізичні та готівкові розрахунки.

5. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов'язані з товарами, розрахунки за якими повинні бути здійснені готівкою або можуть бути здійснені готівкою за вибором однієї зі сторін, крім через невиконання.

6. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов'язані з товарами, за якими можуть здійснюватися фізичні розрахунки за умови, що торгівля ними здійснюється на регульованому ринку.

7. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов'язані з товарами, за якими можуть здійснюватися фізичні розрахунки, та не призначені для використання в комерційних цілях, володіють характеристиками інших деривативних фінансових інструментів.

8. Деривативні інструменти для передачі кредитного ризику.

9. Фінансові контракти на різницю.

10. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов'язані з кліматичними змінними, фрахтовими ставками або ставками інфляції чи іншими офіційними економічними статистичними даними, розрахунки за якими повинні бути здійснені готівкою або можуть бути здійснені готівкою за вибором однієї зі сторін, крім через невиконання зобов'язань чи іншого припинення події, а також будь-які інші контракти на деривативи, що пов'язані з активами, правами, обов'язками, індексами та заходами, які мають характеристики інших деривативних фінансових інструментів.

11. Емісії на викиди, що складаються з будь-яких одиниць, визнаних відповідно до вимог Директиви 2003/87/ЕС (Схема торгівлі викидами).

Згідно із Законом України від 23.02.2006 «Про цінні папери та фондовий ринок» фінансові інструменти – цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) у разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу або фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони).

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 інструменту 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 інструменту 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. Наприклад, у системі національних рахунків вони визначаються як об'єкти, що мають вартість і перебувають у власності економічних суб'єктів, від яких потрібно очікувати в майбутньому одержання прибутку або інших доходів. У цілому термін «актив» (об'єкт власності) можна використовувати для визначення предмета угоди, дво- чи багатосторонньої, коли його конкретний різновид не має виокремленого суттєвого значення. Ціна на будь-який актив відображає збалансування пропозиції та попиту на нього залежно від ринкової кон'юнктури.

У Законі України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» визначено, що **фінансові активи** – це кошти, цінні папери, боргові зобов'язання та право вимоги боргу, що не віднесені до цінних паперів. Натомість у П(С)БО 13 до них віднесено: а) грошові кошти та їхні еквіваленти; б) контракти, що надають право отримати грошові кошти або інший фінансовий актив від іншого підприємства; в) контракти, що надають право обмінятися фінансовими інструментами з іншим підприємством на потенційно вигідних умовах; г) інструменти власного капіталу іншого підприємства.

Фінансові активи за П(С)БО 13 включають: грошові кошти, не обмежені для використання, та їхні еквіваленти; дебіторську заборгованість, не призначену для перепродажу; фінансові інвестиції, що утримуються до погашення; фінансові активи, призначені для перепродажу; інші фінансові активи. *Фінансовий актив, призначений для перепродажу* – фінансовий актив, придбаний з метою подальшого продажу для отримання прибутку від короткотермінових змін його ціни та/або винагороди посередника.

Фінансове зобов'язання – контрактне зобов'язання: а) передати грошові кошти або інший фінансовий актив іншому підприємству; б) обмінятися фінансовими інструментами з іншим підприємством на потенційно не вигідних умовах. Фінансові зобов'язання включають фінансові зобов'язання, призначені для перепродажу, та інші фінансові зобов'язання. *Фінансове зобов'язання, призначене для перепродажу*, – фінансове зобов'язання, що виникає внаслідок випуску фінансового інструменту з метою подальшого продажу для отримання прибутку від короткотермінових коливань його ціни та/або винагороди посередника.

Інструмент власного капіталу – контракт, який підтверджує право на частину в активах підприємства, що залишається після вирахування сум за всіма його зобов'язаннями.

До інструментів власного капіталу належать прості акції, частки та інші види власного капіталу.

Відповідно до П(С)БО-13 «Фінансові інструменти» **похідний фінансовий інструмент** – це інструмент: розрахунки за яким провадитимуться у майбутньому; вартість якого змінюється внаслідок змін процентної ставки, курсу цінних паперів, валют-

ного курсу, індексу цін, кредитного рейтингу (індексу) або інших змінних, що є базисними; який не потребує початкових інвестицій. Похідні фінансові інструменти включають ф'ючерсні контракти, форвардні контракти та інші похідні фінансові інструменти.

Взагалі визначення є зрозумілим, але воно вимагає конкретних пояснень. Часткове пояснення можна знайти у п. 9 П(С)БО-13, де зазначається, що похідні фінансові інструменти включають ф'ючерсні контракти, форвардні контракти та інші похідні фінансові інструменти.

У цілому основним результатом вільного перетворення фінансових інструментів у грошові кошти та навпаки є розподіл фінансового ринку на первинний і вторинний. Первинний ринок утворюється в процесі випуску фінансових інструментів, а на вторинному ринку перебувають в обігу реалізовані на первинному ринку фінансові інструменти.

Життєвий цикл будь-якого фінансового інструменту визначається періодом часу між датою його випуску і датою погашення і, як правило, складається з трьох етапів:

- емітування та продаж на первинному ринку;
- обіг, тобто період від дати емітування фінансового інструменту до дати погашення. У цей період він зберігається у власника або може бути перепроданим на вторинному ринку;
- погашення або обмін на готівку, майно чи інші фінансові інструменти.

Вартість фінансових інструментів, як правило, перебуває в прямій залежності від тривалості їхнього життя. Це знаходить свій вираз у тому, що зі збільшенням життєвого циклу збільшується вартість фінансового інструменту.

Переважна більшість фінансових інструментів підпадає під поняття цінних паперів, а їхні інвестиційні якості проявляються у взаємодії з грошовим обігом і кредитом, що потребує більш детального висвітлення.

Банківські позички, що надаються в грошовій формі, дозволяють:

- знизити обмеження щодо обсягів наданих кредитів і строків користування, що досягається мобілізацією тимчасово вільних грошових коштів широкого кола вкладників;

- оцінити на професійному рівні кредитоспроможність позичальників з метою забезпечення своєчасного повернення позичок;
- зменшити їхню вартість для виробників через масовий характер.

Переваги банківського кредитування пов'язані з його властивістю накопичувати в банківській установі заощадження від дрібних до великих. Ці заощадження знаходять своє виробниче спрямування через те, що їхні власники є кредиторами банку і сприяють переміщенню ресурсів за допомогою механізму кредитування в економічну діяльність, що потребує додаткових коштів. Однак при цьому власники коштів втрачають контроль за їхнім використанням, оскільки це право переходить до банку. Подібна ситуація спричиняє такі проблеми:

1) банківський кредит не може забезпечити зацікавленість інвестора у раціональному використанні ресурсів, оскільки останній не може впливати на їхнє використання. Можливість стати безпосереднім інвестором в об'єкт фінансування дають вкладення коштів у цінні папери;

2) оперативна ліквідність вкладених коштів щодо банківського кредитування практично маловірогідна. Разом із тим цілком реальним є швидке перетворення цінних паперів у гроші, і навпаки;

3) широкий вибір фінансових інструментів значно прискорює, полегшує та спрощує доступ суб'єктів господарювання до додаткових коштів;

4) природне прагнення інвесторів до максимальної ефективності вкладеного капіталу спонукає до зацікавленості у цьому всіх учасників процесу відтворення. Тому нагальною є потреба залучення до цих процесів цінних паперів, особливо з високими інвестиційними якостями.

У сучасній економічній літературі не існує єдиного розуміння сутності цінного папера.

Відомий дослідник цінних паперів *М. Агарков* зауважує, що теоретичне осмислення поняття цінних паперів розпочалося з 1870 р. у Німеччині. Наприкінці XIX – початку XX ст. під цінним папером розуміли документ, пред'явлення якого є необхідним для здійснення втіленого у ньому права, а ступінь цього втілення

є різним. Це право може носити: характер зобов'язуючий (облігації, векселі); майновий з одночасним зобов'язанням (товаророзпорядчі цінні папери); членський (акції).

Відтоді законодавче та наукове тлумачення сутності цінних паперів не змінилося. Так, зважаючи на всю різноманітність сучасних визначень цінного паперу, більшість авторів практично завжди основними його ознаками вважають документарність і засвідчення певних прав його власника. Для прикладу можна навести кілька визначень цінного папера:

- законодавчо визнане свідоцтво права на одержання очікуваних у майбутньому доходів за конкретними умовами;
- грошові або товарні документи, які дають їхньому власнику майнові права та право на одержання певних грошових сум, доходів;
- передусім грошовий документ, що засвідчує майнове право або відносини позики власника документа стосовно особи, яка випустила цей документ.

Закон України від 23.02.2006 «Про цінні папери і фондовий ринок» дає таке визначення цінних паперів: *цінні папери* – документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, що їх розмістила (видала), і власника та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їхнього розміщення, а також можливість передачі прав, що впливають із цих документів, іншим особам.

З цього визначення можна зробити висновок, що в українському законодавстві воно відображає не тільки юридичний, а й економічний аспект цінного папера. Перш за все економічна природа цінного папера пов'язана з грошима. Вони виступають інструментом акумулювання грошових нагромаджень підприємств, банків, держави, що спрямовуються на відтворення.

Аналіз літературних джерел дає дві протилежні точки зору на природу цінних паперів. Наприклад, марксистичні стверджують, що вони мають фіктивну природу, а їхня вартість – фіктивний характер; прихильники ж ринкових відносин заперечують наявність фіктивної вартості та стверджують, що за цінним папером стоїть

реальна вартість, що відображена в ціні. *К. Маркс* доводив, що всі цінні папери, по суті, є не що інше, як нагромадження домагання, юридичні титули на майбутнє виробництво, грошова або капітальна вартість яких не являє собою ніякого капіталу, як у випадку державного боргу, або регулюється, незалежно від вартості реального капіталу, який вони представляють. Якщо розглядати цінні папери як окрему економічну категорію у відриві від ринку, то з *К. Марксом* важко не погодитися. Насправді ж на ринку можна спостерігати відхилення поточної вартості цінних паперів від реальної, а за кожним папером стоїть господарська діяльність його емітента. Однак з цього є виняток – державні боргові зобов'язання, вартість яких базується на загальній ліквідності ринку і на виключних правах держави здійснювати податкову політику. Тому державний борг є носієм фіктивної вартості, що є обвалами ринків боргових зобов'язань у різних країнах.

Поняття цінного папера є досить багатограним, оскільки економічні відносини, які він виражає, постійно видозмінюються і розвиваються, що знаходить свій вираз у нових формах цінних паперів.

Основним критерієм, відповідно до якого грошові документи вважаються цінними паперами, є їхнє, законодавче закріплення, тобто ті з них, що не включені до законодавчого переліку і не відповідають встановленим вимогам, не набувають правового статусу цінного папера. Переліки цінних паперів, які є в законах різних країн, можуть бути закритими та відкритими, тобто такими, що не допускають включення в перелік будь-яких цінних паперів, і такими, що допускають таке включення. В Японії, наприклад, держава досить пильно стежить за тим, щоб не збільшувався перелік цінних паперів, який налічує всього дев'ять видів.

У США цінним папером визнається велика кількість грошових документів: акції, облігації, казначейські зобов'язання, або будь-який документ, що свідчить про визнання боргу, процентні та депозитні сертифікати, папери, що підтверджують участь у будь-яких прибуткових проектах та угодах, закладні, сертифікати участі у голосуючому трасті, опціони всіх видів та інші похідні папери. Таким чином, американська нормативна база унікає тео-

ретично спірних питань про економічну сутність цінного папера, а одразу визначає документи, що вважаються цінними паперами. Такий підхід виправдовується наявністю сталих традицій на ринку і відсутністю нормативного вакууму.

У Німеччині, за аналогією із США, цінні папери також обмежені їхнім переліком: акції та облігації, а також інші цінні папери, що походять від акцій або облігацій, при цьому похідні відокремлюються від цінних паперів в окремий клас.

Для вітчизняного ринку цінних паперів характерна велика кількість відомих у світовій практиці фінансових інструментів, при цьому їхній перелік постійно розширюється. До випуску та обігу, згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок», допущені: акції; інвестиційні сертифікати; сертифікати фондів операцій з нерухомістю (далі – ФОН); акції корпоративного інвестиційного фонду (далі – КІФ); облігації підприємств; державні облігації України; облігації місцевих позик; казначейські зобов'язання України; ощадні (депозитні) сертифікати; векселі; облігації міжнародних фінансових організацій; облігації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб; іпотечні облігації; іпотечні сертифікати; заставні; приватизаційні цінні папери; похідні цінні папери; товаророзпорядчі цінні папери.

Існує велика кількість класифікацій цінних паперів, що викликано різноманітністю видів цих інструментів. Класифікацію, що відповідає чинному законодавству, представлено на рис. 1.5.

1. За ступенем передбачуваності інвестиційного доходу розрізняють пайові, боргові, іпотечні, приватизаційні, похідні та товаророзпорядчі цінні папери.

Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» *пайові цінні папери* – цінні папери, які посвідчують участь власника таких цінних паперів у статутному капіталі та/або активах емітента (у тому числі активах, що містяться в управлінні емітента) та дають власнику зазначених цінних паперів (інвестору) право отримання частини прибутку (доходу), зокрема у вигляді дивідендів, та інші права, встановлені законодавством, а також проспектом цінних паперів або рішенням про емісію цінних паперів. До пайових цінних паперів належать: а) акції; б) інвестиційні сертифікати; в) сертифікати ФОН; г) акції корпоративного інвестиційного фонду.

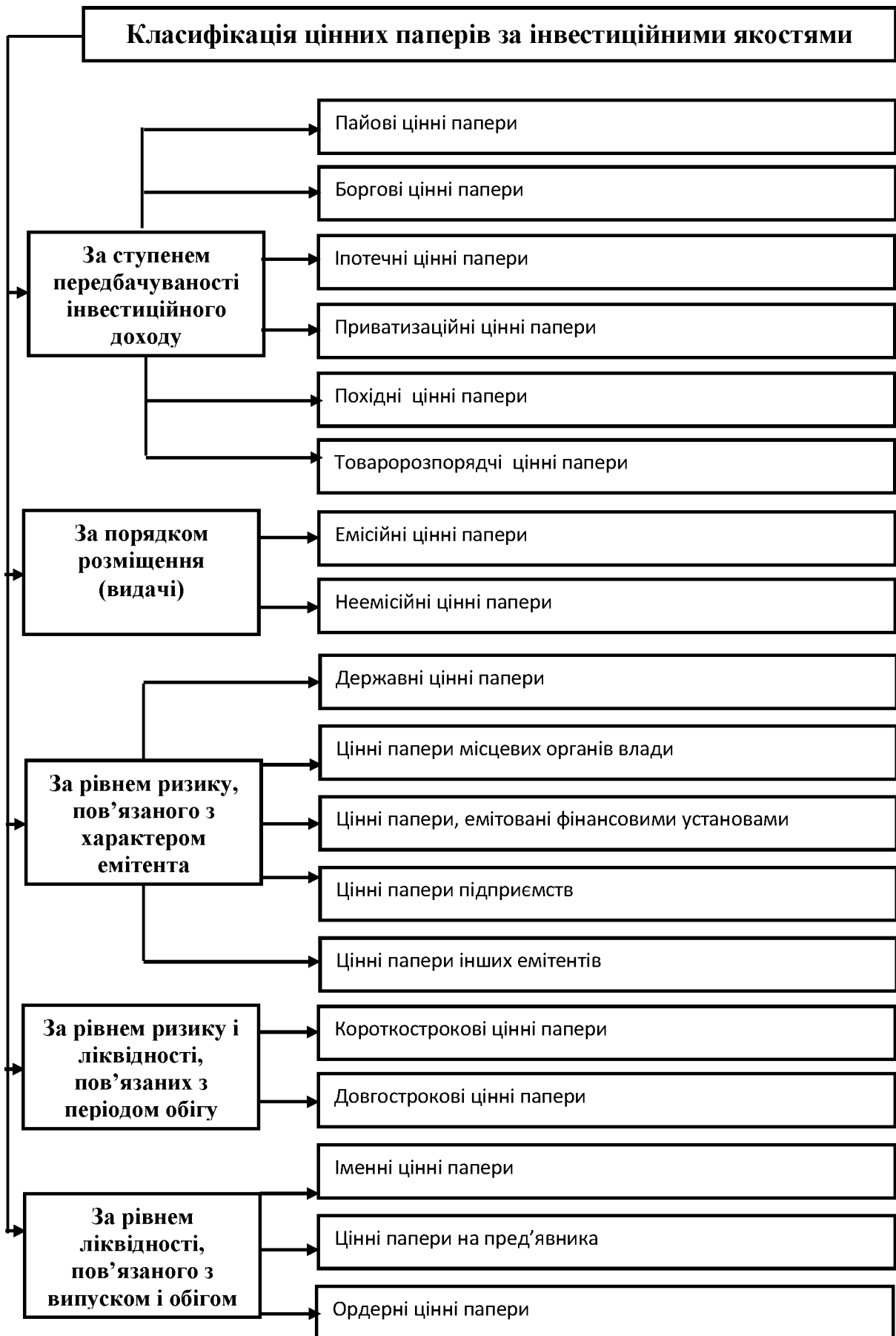


Рис. 1.5. Класифікаційні ознаки цінних паперів

Боргові цінні папери – 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. До боргових цінних паперів належать: а) облігації підприємств; б) державні облігації України; в) облігації місцевих позик; г) казначейські зобов'язання України; ґ) ощадні (депозитні) сертифікати; д) векселі; е) облігації міжнародних фінансових організацій; є) облігації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.

Іпотечні цінні папери – цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів. До іпотечних цінних паперів належать: а) іпотечні облігації; б) іпотечні сертифікати; в) заставні.

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

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

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

Держава може розміщувати на міжнародних фінансових ринках облігації зовнішніх державних позик України та державні деривативи.

2. За порядком розміщення (видачі) цінні папери, згідно з українським законодавством, поділяють на емісійні та неемісійні.

Неемісійні цінні папери можуть існувати виключно в документарній формі і за формою випуску можуть бути лише ордерами або на пред'явника. Неемісійні цінні папери можуть видаватися та існувати виключно в документарній формі як паперові або електронні документи. Перелік цінних паперів, що можуть

видаватися як електронні документи, визначається Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Національним банком України.

Бездokumentарним цінним папером є обліковий запис на рахунку в цінних паперах у системі депозитарного обліку цінних паперів.

Документарним цінним папером є паперовий або електронний документ, оформлений у визначеній законодавством формі, що містить найменування виду цінного папера, а також визначені законодавством реквізити.

3. За рівнем ризику, пов'язаного з емітентом, цінні папери поділяють на:

– *державні цінні папери*, що представлені в основному борговими зобов'язаннями та мають найменший рівень інвестиційного ризику. Окремі їхні види розглядаються навіть як еталон безризикових інвестицій. Разом з тим рівень інвестиційного доходу за такими цінними паперами, як правило, найбільш низький. При цьому шляхом зміни облікової ставки держава має можливість впливати на реальний рівень інвестиційного доходу за своїми цінними паперами у періоди різких коливань кон'юнктури фінансового ринку;

– *цінні папери місцевих органів влади* (як правило, боргові) відрізняються тим, що рівень їхніх інвестиційних якостей залежить від рівня інвестиційної привабливості відповідного регіону. Такі цінні папери важко віднести до безризикових, хоча рівень інвестиційного ризику за ними зазвичай невисокий. Відповідно, невисоким є й рівень інвестиційного доходу;

– *цінні папери, емітовані фінансовими установами*, мають достатньо високі інвестиційні якості, оскільки рівень дохідності за ними значно вищий, ніж за цінними паперами держави та місцевих органів влади. Крім того, високий рівень регулювання та нагляду за діяльністю фінансових установ знижує потенційний ризик інвестування у цінні папери цих емітентів.

Цінні папери підприємств мають в Україні найнижчі інвестиційні якості, що викликане низькою ефективністю господарської діяльності більшості підприємств, унаслідок чого за акціями

багатьох з них не виплачуються дивіденди. Рівень інвестиційного ризику за цінними паперами підприємств найбільш високий. Крім того, ці цінні папери характеризуються найнижчим рівнем ліквідності на ринку цінних паперів.

4. За рівнем ризику та ліквідності, пов'язаних з періодом обігу, виділяють короткострокові, середньострокові та довгострокові цінні папери. В Україні це зазвичай державні облігації та казначейські зобов'язання.

Короткострокові цінні папери (до одного року) мають високий рівень ліквідності на ринку. Крім того, короткий період їхнього обігу значною мірою знижує рівень інвестиційного ризику, що пов'язаний зі зміною кон'юнктури фінансового ринку і фінансового стану емітентів. Одночасно відносно низький рівень ризику і достатньо високий рівень їхньої ліквідності визначають відносно невисокий рівень інвестиційного доходу за такими цінними паперами.

Довгострокові цінні папери (понад п'ять років) мають суперечливі характеристики – низький рівень ліквідності і високий рівень інвестиційного ризику. Відповідно, вони мають і більш високий рівень інвестиційного доходу.

Середньострокові цінні папери (від одного до п'яти років) займають проміжне становище між короткостроковими і довгостроковими паперами.

5. За рівнем ліквідності, пов'язаного з випуском і обігом, цінні папери, згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок», можуть бути на пред'явника, іменні або ордерні.

Права на цінний папір та права за цінним папером, що існує в документарній формі, належать:

– пред'явникові цінного папера (*цінний папір на пред'явника*). Емісійні цінні папери на пред'явника можуть бути переведені в бездокументарну форму існування шляхом депонування таких цінних паперів на рахунках у цінних паперах у Центральному депозитарії цінних паперів або НБУ відповідно до компетенції, встановленої Законом України «Про депозитарну систему України», (знерухомлені) в установленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку порядку. Емісійні цінні

папери на пред'явника, що існують у бездокументарній формі, не можуть бути переведені в документарну;

– особі, зазначеній у цінному папері (*іменний цінний папір*). Емітент іменних цінних паперів має право на отримання із системи депозитарного обліку цінних паперів інформації про власників таких цінних паперів у формі реєстру власників іменних цінних паперів. Іменні емісійні цінні папери існують виключно в бездокументарній формі;

– особі, зазначеній у цінному папері, яка може сама реалізувати такі права або призначити своїм наказом іншу уповноважену особу (*ордерний цінний папір*). Ордерні цінні папери можуть існувати виключно в документарній формі.

Потрібно підкреслити, що кількість типів, видів, різновидів і модифікацій цінних паперів значно більша за ті, що визначені законодавством.

Основою класифікації цінних паперів *за економічною природою* є те, що всі вони опосередковують відповідні економічні відносини – співвласності або кредитні.

За економічним статусом цінні папери поділяють на фондові та комерційні. Перші вільно перебувають в обігу на фондовому ринку. Зазвичай їх поділяють на цінні папери першого та другого порядків. Перші використовуються для формування і нарощення капіталу, а також отримання доходу; другі є похідними. Комерційні цінні папери вважаються паперами третього порядку, оскільки вони опосередковують товарні відносини. Усі вони без винятку є борговими і випускаються недержавними емітентами без спеціального забезпечення (застави). У певному розумінні комерційні цінні папери є кредитними грошима і лише частково слугують для інвестування капіталу.

Залежно від типу прав, що реалізують цінні папери, їх прийнято поділяти на ті, що засвідчують майнові права, надають право на участь в управлінні і містять грошові вимоги.

За способом виплати доходу цінні папери можна поділити на цінні папери з фіксованою, плаваючою процентною ставкою і доходом, що залежить від розміру прибутку емітента. До першої групи відносять інструменти, за якими виплачується дохід у ви-

гляді нарахованих процентів, розмір яких був встановлений у момент емітування цінних паперів. Щодо привілейованих акцій, які завжди вважалися цінними паперами з фіксованою ставкою доходу, то останнім часом з'являються нові їхні види, за якими сплачуються плаваючі, або кореговані дивіденди. До другої групи відносять облігації зі змінними процентними виплатами, розмір яких залежить від результатів роботи емітента, облікової ставки НБУ або процентних ставок на міжбанківському ринку кредитів. І, нарешті, до третьої групи належать папери, дохід за якими залежить від розміру прибутку.

За ознакою дроблення цінні папери поділяють на роздроблювані й нероздроблювані. Роздроблювані цінні папери являють собою цінні папери, номінальну вартість яких може бути змінено (деноміновано), а нероздроблювані – цінні папери, номінальна вартість яких залишається незмінною впродовж усього строку існування папера.

Цінні папери можна продавати, дарувати або заповідати, що теж є однією з ознак їхньої класифікації. Одні цінні папери мають вільний обіг, інші – обмежений, а треті взагалі не обертаються на ринку. Не всі цінні папери навіть з вільним обігом у певній країні можна переказувати за кордон. Важливою ознакою цінних паперів є їхня здатність конвертуватися, що теж є відповідною підставою для класифікації. Відповідно до законодавства України конвертацією цінних паперів є вилучення емітентом з обороту та анулювання цінних паперів будь-якого виду через їхній обмін на цінні папери іншого виду того самого емітента (у разі реорганізації першого).

Цінні папери можна також групувати на цінні папери, які можуть купувати будь-які особи, тобто юридичні й фізичні, і папери, які можуть купувати тільки юридичні особи, у зв'язку з чим утворюються дві різні групи цінних паперів.

Існує поділ цінних паперів за формою випуску – папери, що підлягають приватному або публічному розміщенню. За способом розповсюдження – безпосередньо розповсюджені та розповсюджені тільки через дилерів. Залежно від наявності та видів їхнього випуску (відкликання) емітентом існує три групи цінних

паперів: папери з можливістю викупу всього випуску, викупу частини випуску і взагалі без права викупу. Є цінні папери, що індексуються і не індексуються, коригуються і не коригуються, папери з дисконтом і без нього, ті, які оподатковуються й неоподатковані, навіть такі папери, як платні (які купують), так і розповсюджені безплатно (преміальні).

Досі ще економічна невизначеність та процес перерозподілу власності в Україні примушує підприємців діяти в тому сегменті фінансового ринку і з тими інструментами, які на цей момент приносять відповідний рівень дохідності. Кожний з учасників ринку, залежно від поставлених цілей, визначає свій вид діяльності – здійснювати емісійну, інвестиційну, професійну діяльність або проводити інші операції з ними.

Контрольні запитання

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 розвинені 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 вноситься 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 папера?
20. Якими є основні класифікаційні ознаки цінних паперів?

Тести

1. Сукупність учасників ринку та правовідносин між ними щодо формування, розподілу і перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів на основі взаємодії попиту та пропозиції фінансових інструментів – це:

- а) фінансовий сектор;
- б) фінансовий ринок;
- в) ринок цінних паперів;
- г) правильної відповіді немає.

2. Фінансовий ринок включає:

- а) страховий ринок;
- б) ринок нерухомості;
- в) ринок позичкових ресурсів;
- г) правильної відповіді немає.

3. Похідні фінансові інструменти є:

- а) цінними паперами;
- б) фінансовими активами;
- в) інструментами власності;
- г) правильної відповіді немає.

4. На грошовому ринку обертаються:

- а) готівка і депозити;
- б) цінні папери (векселі, казначейські зобов'язання, депозитні сертифікати);
- в) валютні цінності;
- г) усі відповіді правильні.

5. Критерієм розмежування ринків на розвинені та ринки, що розвиваються, є:

- а) відмінності історико-економічного розвитку;
- б) відмінності структурного характеру;
- в) ВВП на душу населення за паритетом купівельної спроможності у дол. США;
- г) усі відповіді правильні.

6. Критерієм ефективності фінансового ринку є:

- а) ціни на фінансові інструменти на ньому повністю відбивають усю наявну інформацію;
- б) можливість отримувати підвищені доходи та забезпечувати досягнення інших інвестиційних цілей;
- в) ефективний перерозподіл власності та захист прав інвесторів;
- г) правильної відповіді немає.

7. Фінансовим центром (фінансовою столицею) може виступати:

- а) місто;
- б) регіон;
- в) фінансова установа або інфраструктурний учасник;
- г) усі відповіді правильні.

8. Касовий ринок – це ринок:

- а) з відстроченим виконанням угоди;
- б) негайного виконання укладених угод;
- в) виконання угод з переказом коштів на поточний рахунок покупця;
- г) правильної відповіді немає.

9. *Проблеми стимулювання включають:*

- а) моральний ризик;
- б) несприятливий відбір;
- в) відносини «комітент-комісіонер»;
- г) усі відповіді правильні.

10. *Специфічний неречовий актив, що являє собою вимоги власників цих активів на отримання певного, як правило, грошового доходу у майбутньому:*

- а) дериватив;
- б) договір факторингу;
- в) фінансовий актив;
- г) правильної відповіді немає.

Список рекомендованих джерел

1. Габбард Р. Глен. Гроші, фінансова система та економіка : підруч. / Габбард Р. Глен; пер. з англ.; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. – К. : КНЕУ, 2004. – 889 с.

2. Генеральна угода про торгівлю послугами (ГАТС) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=981_017.

3. Житар М. О. Фондовий ринок та механізм його регулювання в умовах економічного розвитку країни / М. О. Житар // Економіка та право. – 2016. – № 2 (44). – С. 112–117.

4. Житар М. О. Стан та перспективи розвитку фондового ринку в умовах фінансової нестабільності економіки України / М. О. Житар // Економіка і організація управління. – 2016. – № 1 (21). – С. 93–101.

5. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки : монографія / Ю. М. Коваленко. – Ірпінь : НУДПСУ, 2013. – 608 с.

6. Коваленко Ю. М. Канали впливу фінансового сектору на економічне зростання / Ю. М. Коваленко // Стан та перспективи розвитку фінансової системи України : колективна монографія / за ред. О. О. Непочатенко. – Умань : Видавець «Сочинський», 2012. – Ч. 1. – 324 с.

7. Коваленко Ю. М. Роль і функції фінансового сектору в економіці / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник університету : зб. наук. праць учених і аспірантів. – Переяслав-Хмельницький : ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький державний педагогічний університет імені Григорія Сковороди», 2012. – Вип. 18/3. – С. 130–135.

8. Коваленко Ю. М. Структуризація сучасного фінансового ринку / Ю. М. Коваленко // Фінанси України. – 2010. – № 9 (178). – С. 91–99.

9. Коваленко Ю. М. Управління фінансовими інвестиціями : навч. посіб. / Ю. М. Коваленко. – Ірпінь : НУДПСУ, 2010. – 350 с.

10. Коваленко Ю. М. Фінансовий ринок і ринок фінансових послуг : сутність, сегменти, суб'єкти / Ю. М. Коваленко // Фінанси України. – 2013. – № 1 (206). – С. 101–112.

11. Колб Р. В. Финансовые институты и рынки : учеб. / Р. В. Колб, Р. Дж. Родригес; пер. 2-го амер. изд. – М. : Дело и Сервис, 2003. – 688 с.

12. Корнєєв В. В. Управління кредитними та інвестиційним потоками на ринках капіталу / В. В. Корнєєв. – К. : НДФІ, 2003. – 376 с.

13. Мацелюх Н. П. Теоретико-методологічні основи ціноутворення на ринку цінних паперів : монографія / Н. П. Мацелюх. – К. : АНФ ГРУП, 2015. – 324 с.

14. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Ф. С. Мишкін; пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин. – К. : Основи, 1998. – 963 с.

15. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – 240 с.

16. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : ЗУ : від 12.07.01 № 2664 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2664-14>.

17. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України : від 23.02.06 № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.

18. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів : монографія / за заг. ред. д.е.н., проф.

С. В. Онишко. – Ірпінь : Вид-во НУДПСУ, 2016. – 452 с. – (Серія «Податкова та митна справа в Україні», т. 45).

19. Розвиток фінансових посередників у турбулентних умовах функціонування національної економіки : кол. монографія / за заг. ред. В. П. Ільчука. – Чернігів : ЧНТУ, 2017. – 200 с.

20. Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике. – Вашингтон : Международный валютный фонд, 2000. – 157 с.

21. Стрижиченко К. А. Державне регулювання фінансового ринку в умовах нової економіки : монографія / К. А. Стрижиченко. – Бердянськ : ФО-П Ткачук О. В., 2013. – 352 с.

22. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты : учеб. пос. / под редакцией Г. Н. Белоглазовой, Л. П. Кроливецкой. – СПб. : Питер, 2014. – 384 с.

23. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія / І. О. Школьник. – Суми : ВВП «Мрія-1» ЛТД, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

24. Чуницька І. І. Фінансовий ринок України: розбудова інфраструктурної компоненти : монографія / І. І. Чуницька; ДФС, УДФСУ. – Ірпінь, 2017. – 332 с. – (Серія «Податкова та митна справа в Україні», т. 95).

25. Allen F. Financial contagion / F. Allen, D. Gale // *Journal of Political Economy*. – 2000. – Vol. 108, № 1. – P. 1–33.

26. Carlin W. How Do Financial System Affect Economic Performance? / W. Carlin, C. Mayer. – Oxford : Said Business School-University of Oxford, 1999. – 224 p.

27. Dodd F. What Are Money Markets? [Електронний ресурс] / F. Dodd // *Finance & Development*. – 2012 (June). – Vol. 49. – № 2. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/06/pdf/basics.pdf>.

28. On markets in financial instruments amending: Directive of the European Parliament and of the Council : of 21.04.04 № 2004/39/EC [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.mifidirective.com/mifid-directive.pdf>.

29. System of National Accounts 2008–2008 SNA [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/sna2008.asp>.

РОЗДІЛ 2

ЕВОЛЮЦІЯ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ

2.1. Виникнення фінансового ринку. Античний період. Середні віки. Період раннього капіталізму.

2.2. Формування міжнародного фінансового ринку у період розвиненого капіталізму.

2.3. Становлення глобального фінансового ринку та його архітектури у другій половині XX – початку XXI ст.

2.4. Етапи розвитку фінансового ринку на теренах України.

2.1. Виникнення фінансового ринку. Античний період. Середні віки. Період раннього капіталізму

Через неоднозначність підходів щодо сегментації сучасного фінансового ринку та змісту його функцій доцільним є вивчення цього ринку в контексті розвитку економіки. Прогрес економічних відносин стимулював його розвиток і ускладнення, модифікацію його функцій, що можна простежити за допомогою використання історичного підходу.

Основним каталізатором розвитку фінансових відносин і фінансового ринку в стародавньому світі та в античну епоху (3000 р. до н.е. – V ст. н.е.), а також у періоди феодалізму та меркантилізму (V–XVII стст.) виступала потреба в торговому капіталі: перші фінансові посередники виконували обмінні функції і, як правило, фінансували пов'язані з торгівлею угоди. У середні віки та в епоху Відродження створювалися торгові біржі і компанії, які також сприяли розвитку фінансового ринку. У період капіталістичної формації (XVIII – друга половина XX ст.) до потреби в торговому капіталі як каталізатору його розвитку додалась потреба у виробничому капіталі, адже будівництво залізниць та інші широкомасштабні проекти вимагали залучення великого капіталу і нових форм фінансування. Велика кількість фінансових інновацій в історії фінансового ринку пов'язана з постіндустріальним

періодом, що розпочався з другої половини XX ст., коли до вже існуючих каталізаторів ринку додалася потреба в спекулятивному капіталі для розширення меж економічної діяльності й отримання надприбутків.

Якщо деталізувати еволюцію розвитку та зміну формацій фінансового ринку, то вони відбувалися поступово і з певною логічною динамікою.

Античний період (3000 р. до н.е. – V ст. н.е.), де потреба в торговому капіталі спричинила розвиток фінансово-кредитних відносин і виникнення грошового ринку.

Історія фінансів, кредитування та цінних паперів сягає корінням у Месопотамію (зокрема, в Шумер і Вавилон), де за 2 тис. років до н.е. вже відбувалися подібні сучасним операціям з використанням похідних інструментів термінові угоди. 1920 р. британський археолог *Л. Вуулі*, проводячи розкопки в Месопотамії у м. Ур, виявив район стародавнього міста, що слугував місцем для здійснення різних угод: на великій кількості глиняних табличок були зафіксовані взаєморозрахунки між покупцями та продавцями, зокрема і своєрідні строкові контракти. Їхнє вивчення дозволило зробити висновки про існування месопотамського кредитного ринку на момент 1796 р. до н.е. Так, стародавній прототип сучасних банкірів *Думузи-Гаміль* надавав кредити за різними ставками (одна із зафіксованих ставок становила 3,78 % річних) на строк від декількох місяців до 5 років. При цьому ціна та пропозиція грошей (срібла як основного платіжного засобу) в економіці регулювалися децентралізовано саме такими фінансистами. Через подібність функцій та характеру угод стародавній грошово-кредитний ринок Месопотамії, що функціонував більше чотирьох тисяч років потому, можна вважати прообразом сучасного грошового ринку.

Особливий інтерес представляють фінансові посередники стародавньої Греції та Риму.

Найдавнішим і знаменитим грецьким «банком» був Дельфійський храм. Навколо храму встановилася вільна торгівля, у середині – банк. Торгівці й приватні особи, які вирушали на святкування в Дельфи для торговельних угод, а також самі міста Греції,

мали звичку віддавати свої гроші на зберігання до скарбниці храму. Достеменно відомий тільки факт їхнього надання; але невідомо, чи платили амфіктіони, які управляли храмом, відсотки на ці вклади й узагалі, як вони ставилися до вкладів, ймовірно амфіктіони пускали в обіг довірені їм гроші і більшу частину з них давали в борг, отримуючи за це відсотки.

У VI–V ст. до н.е. в стародавній Греції стали з'являтися «трапезити»¹ – міняйли, які згодом легко досягли суспільної ваги, довіри та багатства, перетворились на банкірів. За згадками *Ізократа* та *Демосфена*, трапезити були представниками переважно нижчих верств, іноземцями і привезеними з Африки рабами, які після тривалої наполегливої праці та багатих грошових дарів республіці зрештою досягали свободи. Афінські ж громадяни з презирством ставилися до промисловості та торгівлі, тож і до трапезитів². Останні не тільки видавали позики під відсотки (під заставу рухомого майна, рабів, будинків і земель, причому нерухомість часто переходила у володіння позикодавця), а й залучали депозити з отриманням прибутку від різниці у ставках. Відсотки бралися досить великі й зиск трапезитів був значним. В Афінах зазвичай стягувалось від 10 до 36 %, що пов'язано з браком вільних капіталів, відсутністю дієвих законів для захисту прав кредиторів і величезним зиском від торговельних оборотів.

Перші форми міжнародного фінансового ринку виникли у Римській імперії, що займала величезну територію з використан-

¹ Слово «трапезит» виражає те ж саме поняття, що й наше слово «банкір» (або латиною *mensarius*), того ж походження, бо грецьке *trapeza* (ξαλῆτφ) означає те саме, що латиною *mensa*, або італійською *banco*).

² Забобон, що відігравав важливу роль у житті древніх громад, змусив *Ксенофонта* мовити таке: «Усяке рукоділля негідне громадянина й принижує його. Майже всі ремесла калічать тіло, вони вимагають сидіння в тіні або коло вогню й не залишають вільного часу, який він міг би присвятити громадським справам або друзям». Так само і *Платон* писав у своїй книзі «Про закони»: «Проти громадянина, який принизив себе крамарськими справами, має бути порушено переслідування. Якщо він буде викритий у цьому, то його потрібно засудити на рік в'язниці. За усіяке повторення цієї провини покарання має бути подвоєне. Подібні заняття мають бути надані виключно іноземцям».

ням єдиної валюти. Тут існував вільний капітал, готовність його інвестувати, достатньо розвинена кредитна система, торгівля цінними паперами. Багатство Риму мало своїм основним джерелом пограбування підкорених народів. Статки постійно підтримувалися данинами й контрибуціями, і багатство зростало щоразу, коли нове царство було підкорене римськими легіонами. Коли ж не залишилося більше країн для завоювання й пограбування, Рим знову впав у бідність і злидні. Він сам нічого не робив¹, проте виступав центром економічного руху. Стародавній Рим відігравав ту роль капіталіста, яка в середні століття випала на долю італійським містам, а в ближчі нам часи – голландцям та англійцям. Але всі нові народи були капіталістами, збагаченими працею і промисловими оборотами; Рим же, навпаки, був капіталістом, збагачений зброєю і перемогами.

Розвиток римської економіки та права привів фінансових посередників на наступну стадію розвитку: вони розділилися на «аргентаріїв» (*argentarii*) і «менсаріїв» (*mensarii*). Тоді як аргентарії нічим не відрізнялися від своїх грецьких колег, менсарії фактично були першими громадськими банківськими інститутами, що регулювались державою. Як правило, менсарії, поява яких була зафіксована вперше 352 р. до н.е., функціонували як уповноважені державою та казначейством інстанції заставного фінансування, зокрема для підтримки фінансової стабільності у періоди криз і лих. Потрібно виділити основні функції римських банків: *permutatio* – обмін і оцінка валюти (*probatio nummorum*), депозити та кредити, *perscriptio* – платіжні доручення та чеки, *solidorum venditio* – право на придбання викарбуваних монет для їхнього подальшого обігу. Античні фінансові посередники формували колегії, і їхня діяльність була суворо регламентована. За часів Римської імперії менсарії перебували в підпорядкуванні у міських префектів, що дозволяє класифікувати ці організації як перші державні банки – прообраз центральних банків.

¹ Римлянин, був він багатий чи бідний, усе одно не працював, він вважав, що на нього мають трудитися інші. Звідси презирство до праці, що зустрічається в латинській цивілізації; передача рабам усіх галузей промисловості й мистецтв.

Значні капітали спричинили участь римських громадян (квіритів) у спекуляціях, роздачу у борг підкореним народам Азії, Африки, Галлії інших фінансових операцій, що наражало їх на великі ризики (урешті-решт через повстання провінцій Італії та Азії 89 р. до Р.Х. у Римі відбулося загальне банкрутство). Тому квірити намагалися увійти з будь-ким у частку, в асоціацію¹, що подібне до певного страхування². В останні роки Римської республіки не було жодного більш-менш достойного громадянина, який не входив би в будь-яку асоціацію для кредитних оборотів.

У Римі на той час не було нікого, навіть з невеликими грошима, хто тримав би їх у себе вдома, під замком. Усі гроші відносили до банкіра, який записував їх у себе в книгах і зобов'язувався виплачувати на вимогу вкладника, часто навіть за простим передавальним написом на наказі про виконання платежу. Вкладники одного банкіра ставали водночас вкладниками усіх інших банкірів, оскільки усі вони були членами асоціацій, які являли собою акціонерні товариства. Їхні частки слугували прообразом сучасних акцій, однак були обмежені в правах, а обіг цих інструментів був позабіржовим.

Крім того, у розпорядженні банкірів були ще й аукціони. Вони продавали з публічного торгу вказані їм товари, розпоряджалися цією операцією, а виручені гроші записували в свої книги на кредит довірителя. Банкіри також нерідко займалися спадковими справами, купували права на спадщину у відомої особи й негайно виплачували їй певну суму. Вони брали на себе зобов'язання за певну винагороду оформити всі потрібні формальності для введення спадкоємця в права спадщини. Нарешті, у Ри-

¹ 670 року від заснування Риму (83 р. до Р.Х.) асоціація римських капіталістів надала в борг містам Азії потрібну суму для сплати покладеної на них Суллою контрибуції; через сорок років цей капітал з відсотками зріс у 60 разів. Щоб сплатити свій борг, містам довелося продати статуї, що їх прикрашали; батьків навіть змушували продавати в рабство своїх дітей.

² Відоме правило, що його проповідував *Катон*: «Якщо в тебе є чим навантажити корабель, не роби цього, перш ніж не знайдеш 49 інших осіб, які мають стільки ж, як і ти; уклади з ними товариство, що навантажить 50 суден».

мі існував звичай закликати банкірів свідками в разі укладання шлюбних контрактів. Звичай цей, а також повна довіра суду до банкірських книг, установлюють певну подібність між римськими банкірами й нашими нотаріусами.

Загалом у рамках античного періоду в Стародавній Греції виникли чеки та страхування, Китаї – паперові гроші і термінові контракти, Стародавньому Римі – ануїтети та акції. Незважаючи на те, що рабовласництво обмежувало розвиток фінансово-економічних відносин, ще в античні часи розвиток торгівлі та виробництва створив передумови для лихварства та кредитування, появи перших цінних паперів і фінансового регулювання. Наприклад, у Стародавньому Ізраїлі існувала фіксація процентних ставок під час видачі кредиту (тільки для місцевих жителів), що свідчить про розвиток ринку кредитів і перші спроби врегулювання цього ринку.

Середні віки (V ст. (падіння Римської імперії та Велике переселення народів) – кінець XV ст. – початок XVI ст. (епоха Відродження та Реформації) – створення перших бірж, великих міжнародних акціонерних компаній, введення ряду фінансових інновацій, формування ринку боргових цінних паперів. Саме в епоху феодалізму і раннього торгового капіталізму, відомого як меркантилізм, остаточно сформувалися всі сегменти фінансового ринку. Подальший його розвиток пов'язаний з якісними змінами в рамках цих сегментів.

З причини зручного географічного розташування посередником між Європою та Сходом стала Італія. Це стало першою причиною її благоденства у цей період. Розвиток міжнародної торгівлі стимулював, у свою чергу, розвиток складних алгебраїчних обчислень як основи для різних фінансових інновацій. Друга причина: у середньовічній Італії міська громада заснувалася не на праві завоювання, матеріальної сили й багатства, а на особистій праці. У міській громаді вперше перемогли люди праці над людьми, єдиним ремеслом яких була війна.

Банківська справа виникла в Італії після того, як торгівля й мануфактура набули вже широкого розвитку. Першим її завданням було установити порядок у грошовому обігу. Перш ніж стали

використовувати слово «банкiр», було в ужитку слово *campsores*, тобто мiняйло, одна ця назва пояснює надзвичайно важливу дiяльнiсть перших iталiйських банкiрiв. У середнi вiки держави розпадалися на безлiч дрiбних незалежних феодалських володiнь i вiльних громад, i всi вони неодмiнно карбували свою власну монету, нiби бажаючи цим довести свої права володаря. Через це на кожному кроцi зустрiчався монетний двiр, а кожен з них мав й особливу систему лiр, солiдiв i денарiїв, а в обiгу перебували грошовi знаки однакової назви, але рiзної вартостi¹. Зарадити безладу у грошовiй системi змогли *campsores*, тобто мiняйли, якi розташовували свої крамницi на ярмарках i мiських майданах. Вони сидiли бiля укритого зеленим сукном столу (*banco*), на якому лежали мiшки з монетами та реєстр укладених договорiв. Найбiльший обiг на всiх ринках Європи й тих ринках Азiї та Африки, якi вiдвiдували європейськi торговцi, мали монети Флоренцiї, Генуї та Венецiї. При цьому Флоренцiї належить двi заслуги – поява золотого флорина, а згодом i *fiorino di sugello* (печатного флорина)², що принiс новi зручностi для торгiвлi³.

¹ У письмових документах того часу так часто зустрiчаються спогади про лiри й солiди вартостi сильної, слабкої, посиленої, давньої, нової тощо. Часто зустрiчалися подробленi монети. Старi монети, якi вже втратили свою вагу внаслiдок тривалого вжитку й потертi, продовжували залишатися в обiгу. Зрештою, траплялися частi помилки з боку карбувальникiв, якi не мали хороших хiмiчних i механiчних приладiв для контролю цiнностi й ваги монет, що випускалися ними в обiг.

² Наприкинцi XIII ст. у Флоренцiї iснувала урядова установа, що займалася перевiркою золотих флоринiв. Саме сюди приватнi особи приносили свої монети, i тi, що виявлялись фальшивими або неповної ваги, вiдкладалися в бiк, а всi iншi складалися в шкiрянi кошелi, кожен з яких мав мiстити певну кiлькiсть флоринiв. Отвiр кожного мiшка запечатувався печаткою з гербом мiської громади. Це й був печатний флорин, який використовувався переважно пiд час значних розрахункiв. Печатка громади була нiби другим карбником, звiльняючи вiд зусиль рахувати й зважувати монети.

³ У Китаї при династiї *Танг* (618–907 рр.) ймовiрно в VIII–XIX стст. через брак мiдi для виробництва монет i колосальних державних витрат уряд став випускати паперовi грошi, якi незабаром охрестили «лiтаючими» через їхню малу вагу.

Банкіри вийшли з крамниць міняйл, стали засновниками банківських установ (переважно італійці та євреї) з нараженням на ганьбу та небезпеку, що було спричинено стягуванням відсотків. Основними супротивниками останніх у Середні віки були схоластична філософія та канонічне право. Так, Аристотель у своїй книзі «Політика» пише про непродуктивність грошей, а Євангеліє вчить бути милосердними й давати в борг без винагороди. На лютеранському соборі 1179 р. папа Олександр III засудив стягування відсотків і заявив про позбавлення винних причастя та християнського поховання. Урешті-решт позички маскувались угодами купівлі-продажу, а згодом векселями. Самі ж відсотки через серйозну небезпеку для позикодавців досягали величезних розмірів. Через зростаючу потребу у грошах світська влада стала скасовувати заборони і визначати максимум, вище якого не мав підійматись допущений відсоток.

Флорентійці поряд із генуезцями й пізанцями значно просунулись у наданні грошей у борг папі, королям і князям. Вони формували банківські й торговельні товариства на вірі, що користувалися гучною славою і цим дали перші та досить яскраві приклади торговельних асоціацій. Флорентійські товариства склались як сімейні товариства, спільний капітал яких складався з неоднакових внесків усіх членів однієї родини або осіб, які перебували в родинних стосунках. Прибутки ділилися відповідно до паїв, внесених у спільний фонд. Основний капітал надалі збільшувався новими внесками співгромадян або іноземців. Відділення товариств існували в Англії¹, Франції, Фландрії, Криму, Малій Азії.

¹ Наприклад, товариства *Барді* та *Перуцці* мали величезний вплив у Лондоні. Королем Англії того часу був *Едуард III*, який потребував грошей для покриття витрат, викликаних блискучою, але малокорисною для Англії війною з Францією; витрати були повністю покриті цими товариствами. Борг набув таких величезних розмірів, що король незабаром виявився неспроможним сплатити і капітал, і відсотки. Врешті 1339 р. король визнав себе банкрутом і офіційно оголосив, що відмовляється платити товариствам *Барді* та *Перуцці* борг, який сягав тоді близько 1 065 000 золотих флоринів, що дорівнювало вартості цілого королівства. Це спричинило банкрутство обох товариств, його кредиторів, кризу у Флоренції. Недовіру викликали вже й інші флорентійські торговці.

Торгівля Європи зі Сходом відіграла величезну роль у розвитку фінансових відносин. У середньовічній Італії у XII–XIII стст. з'явилися державні облігації. У середині XII ст. уряд Венеції випустив *donec pecunia imprestata restitatur* – державну облігацію зі ставкою 5 % й різними строками. Варто зауважити, що фінансування ведення воєн, утримання флоту та інші державні витрати фінансували громадяни, і в деяких випадках це відбувалося примусово. Державні облігації застосовувалися в Генуї, Флоренції та інших містах-державах, які використовували цей інструмент для фінансування консолідованого державного боргу. Період раннього Середньовіччя характеризується не тільки з появою перших державних облігацій, а й новими явищами – інфляцією, фінансовими оборудками, дефіцитом державного бюджету та дефолтом у сучасному розумінні.

Фундамент для подальшої еволюції фінансового ринку був закладений завдяки теоретичній фінансовій науці. На окрему увагу заслуговує перший фінансово-алгебраїчний підручник *Liber Abaci*, що з'явився в Італії 1202 р. У ньому йдеться про дисконтування вартості, підрахунок відсотків, визначення цін на активи та розподіл прибутку¹.

Розвиток фінансового ринку в рамках феодалізму пов'язаний з потребою у регулюванні, адже вже існували питання фінансової глобалізації та протекціонізму. Так, наприклад, у Флоренції іноземці не могли (або могли з обмеженнями) придбавати державні облігації. Середньовічні уряди здійснювали управління державним боргом з намаганням уникнути зовнішнього запозичення. Ринок розділився на первинний та вторинний, на якому відбувався позабіржовий обіг облігацій.

XIII ст. в Італії з'явилися переказні векселі, які вже в XIV ст. стали активно використовуватися в Англії та інших країнах за розрахунками між торговцями. Поява поняття «тратта» (передальний напис), що була вороже сприйнята банкірами, адже руйнувалася їхня монополія, пов'язана саме з цим періодом. Часто

¹ Деякі вчені стверджують, що фінансова наука була запозичена європейцями в арабського світу (так званий «ісламський капіталізм» VIII–XII стст.).

організовувались вексельні ярмарки, що заміняли теперішні *Clearing-house*. Кілька разів на рік, зокрема у Шампані, Ліоні та Безансоні й інших містах, збиралися банкіри й ліквідовували (закінчували) свої рахунки за минулий період.

За правління *Філіпа Чесного* у Франції в 1264–1314 рр. стали з'являтися перші регульовані державою брокери *courratiers de change*, які управляли боргом сільськогосподарських комун. Централізований біржовий обіг боргових інструментів набув поширення завдяки Бельгійському дому *Van der Beurze*¹: в Антверпені і Брюгге на початку XIV ст. були відкриті перші торговельні майданчики, на яких торгували товарами, контрактами, цінними паперами та іншими фінансовими інструментами. Поява офіційних бірж в Антверпені (1460), Ліоні (1506), Тулузі (1540), Гамбурзі (1572), Лондоні (1671) дозволила перевести торгівлю різними активами на біржовий рівень із застосуванням встановлених стандартів і клірингу.

У пізнє Середньовіччя відбулися істотні зміни в банківській справі, які в ранньому періоді пригнічувалися церковними постулатами. Поява обмінно-депозитного банку в Барселоні (*Taula del Cambi assegurada de la Ciutat*) 1401 р. і банку *Св. Георгія* в Генуї (*Banco di San Giorgio*) 1407 р. пов'язана з їхнім переходом у категорію сучасних фінансово-посередницьких інститутів із складною системою управління. Комерційні банки відкривалися в Італії, Іспанії, Німеччині, Франції та інших країнах, проте саме банк *Св. Георгія* став першим публічним банком, що був створений і функціонував на постійній основі не тільки для підтримки грошового обігу, а й для рефінансування та управління державними і приватними боргами, емісії боргових фінансових інструментів. Примітно, що саме в цей період в Італії з'явився і сам термін

¹ Сім'я купців *Van der Beurze* проживала у Брюгге, а на її гербі було зображено три шкіряні гаманці. Торгові зібрання, що проходили на площі біля їхнього будинку, отримали назву *Bursa*. З тих часів слово увійшло у багато мов (німецька – *Burse*, французська – *Bourse*, італійська – *Borsa*, іспанська – *Bolsa*). В англійських країнах це слово, однак, не привилося (*Bourse* використовується досить мало). Натомість використовується термін – *exchange* (обмін).

«банк» (*banco* і *banca rotta*, що означає «лава» і «зламана лава», відповідно).

Банк *Св. Георгія* консолідував державний борг і забезпечував ринковий обіг облігацій *luoghi*, організував кредитну лінію *scripta* для муніципалітету Генуї, першим застосував дисконтування купонів державних облігацій *paghe* і офіційно проводив кліринг векселів. Ці інновації вводилися поступово: наприклад, дисконтування купонів державних облігацій *paghe* набуло офіційного статусу лише 1456 р., коли Римський папа *Калікст III* офіційно його схвалив.

Незважаючи на те, що перші громадські банки були засновані в стародавньому Римі, Середньовіччя характеризується істотними інноваціями у сфері фінансових ринків, які і зробили банк *Св. Георгія* одним з перших банків нового покоління. Феодальні відносини створили передумови для розвитку торгового капіталізму. Прогрес в арабській і європейській фінансовій науці, якісна еволюція грошового ринку як першого в історії сегмента фінансового ринку, виникнення перших бірж і сучасних банків стали основними досягненнями періоду XI–XVI стст. Економіка раннього капіталізму, або меркантилізму, вимагала подальшого розвитку фінансів та фінансового ринку.

Період раннього капіталізму, або меркантилізму (XVI–XVII стст.) характеризується появою клірингу за контрактами, що укладалися між купцями та фінансистами, великих акціонерних компаній, центральних банків, удосконаленням регулювання, розвитком монетарної політики та фінансової науки.

На різних ярмарках, а згодом і на біржах кліринг сприяв врегулюванню угод і забезпеченню гарантій, що стало передумовою розвитку фінансових інновацій та ринку похідних інструментів¹. 1537 і 1539 рр. імператор Священної Римської імперії *Карл V*

¹ Наприклад, один із контрактів, що був укладений 1542 р., свідчить про таке: двоє купців вказують у контракті різні значення обмінного курсу, і той, чиє значення виявиться далі від ринкового курсу, оплатить протилежній стороні різницю між зазначеним і фактичним значенням. Цей приклад є прообразом сучасного способу відсоткових ставок (або валютних курсів), в якому фігурують не самі суми, а фінансові потоки, що пов'язані зі встановленою сумою та певними факторами, зокрема відсотковою ставкою або курсом валюти.

видав ряд указів щодо можливостей перепродажу контрактів третім особам, що сприяло подальшому розвитку ринку цінних паперів. Варто зазначити, що Карл V також відомий як автор деяких обмежень на спекулятивні операції. Історичні факти підтверджують, що в кінці XVI ст. у Нідерландах і в інших країнах Європи вже перебували в обігу державні облігації на пред'явника. З'явилися прообрази сучасних похідних інструментів – форвардів, ф'ючерсів і опціонів.

З XVII ст. у всіх європейських країнах починають з'являтися акціонерні товариства, а еволюція техніки бухгалтерського обліку привела до більш активного використання акцій. На початку XVII ст. були організовані перші публічні розміщення акцій. Так, 1602 р. було введено поняття «спільне акціонерне підприємство», і на Амстердамській біржі, відкритій ще 1530 р., можна було придбати акції Нідерландської Ост-Індської акціонерної компанії (*Vereinigste Oostindische Compagnie, VOC*), що торгувала здебільшого прянощами з колоній¹. Торгівля акціями на цій біржі стимулювала розвиток пов'язаних з цими угодами фінансових інновацій: на початку XVII ст. були зафіксовані перші похідні інструменти, такі як ф'ючерси та опціони, де базовими активами були акції. У період 1609–1680 рр. з'явилися так звані «короткі позиції» (домовленості про майбутній продаж активу за відсутності самого активу у володінні в ініціатора на поточну дату); угоди з «кредитним плечем» або з використанням позикових коштів, операцій РЕПО зі зворотним викупом.

Паралельно з розвитком фінансового ринку відбувалося і вдосконалення банківської системи, створювалися передумови

¹ Капітал Ост-Індської акціонерної компанії у 6 млн 424 тис. 588 гульденів був гігантською сумою для того часу і прирівнювався до бюджету всієї держави. Акції були випущені номіналом у 3 тис. гульденів кожна і продані на первинному ринку 1 143 особам. При цьому держатель отримував не акції, а квитанцію про оплату акції, а факт угоди вносився у реєстр акціонерів. Подальший обіг паперів відбувався на вторинному ринку шляхом занесення нових даних у реєстр. Дивіденди сплачувались не лише грошовими коштами, а й спеціями та прянощами. Крім акцій, Ост-Індська акціонерна компанія випускала й облігації.

для появи центральних банків¹. Найбільш близьким до них за своєю функціональністю став Амстердамський обмінний банк (*Amsterdamsche Wisselbank*), що був створений 1609 р. і проіснував 186 років. Він не мав статусу державного банку країни, а здійснював розрахункову, депозитну та обмінну діяльність з отриманням гігантських прибутків. Лише згодом комісії за обмін (так звані *agio*) були знижені. Наприкінці першого року своєї діяльності він мав вкладів на один мільйон флоринів з їхнім суттєвим зростанням, а основним зафіксованим у статуті правилом була недоторканність цих вкладів². Відсотки за вкладками не виплачувались, оскільки пускати ці вклади в оборот заборонялось, проте самі вкладники сплачували певну суму грошей за право робити внески.

До початку XVII ст. у Нідерландах мали місце деякі системні проблеми, зокрема бурхливий розвиток міжнародної торгівлі призвів до псування монет, а велика кількість іноземних і вітчизняних платіжних засобів та хаос у системі грошової емісії та обігу – високого навантаження на фінансову систему. Законодавча централізація карбування монет і створення вексельного банку

¹ Деякі історики вважають, що в XII ст. казна ордену тамплієрів уже виконувала функції централізованої монетарної влади. Варто визнати, що цей орден є прообразом сучасної транснаціональної корпорації, однак приписувати йому роль центрального банку в сучасному розумінні неправильно: тамплієри не відслідковують стан фінансових ринків і банківської системи і не виконували грошово-емісійної функції, а здійснювали лише деякі окремо взяті функції монетарної влади, наприклад рефінансування.

² Вклади не повинні були бути відпущені в обіг за жодних обставин. Вони завжди повинні були зберігатися в касі. В Амстердамі всі були переконані, що керуючі банком ніколи не відступали від цього основного правила установи. Така впевненість ще більше укріпилась після того, як 1672 р. армія Людовика XIV дійшла до Утрехта й загрожувала Амстердаму. Банк без жодних труднощів виплатив своїм вкладникам усі внесені до нього суми. При цьому було помічено, що деякі виплачені банком флорини мали на собі слід пожежі, що сталася в приміщенні магістрату невдовзі після заснування банку. Ця обставина остаточно забезпечила банку безмежну довіру. Проте подальші події довели інше: коли 1794 р. французи ввійшли переможцями в Амстердам, виявилось, що в його касі бракувало 10 млн гульденів, що були надані у позику амстердамській громаді, голландській Ост-Індській компанії та провінціям Голландії та Фрісландії.

для обліку векселів стали визначальною подією в історії фінансового ринку. Тепер учасники торгівлі могли не тільки придбавати офіційно забезпечені векселі, а й обмінювати їх на монети без псування останніх – псування монет стало марним через встановлення жорстких вимог до монет, на які можна було б придбати вексель. У підсумку Амстердамський банк зосередив на собі емісійну функцію (хоча деякі монетні двори на території Нідерландів на той час ще функціонували), рефінансування та обміну валюти. За широким розмаїттям іноземних валют і вітчизняних грошей (флорини, дукати різного походження, рїдери) спочатку було встановлено фіксований курс обміну валют на валюту банку. Згодом курс став ринковим, і ціна на валюту Амстердамського обмінного банку формувалася за ринковими принципами.

Практично одночасно з розвитком фінансового ринку у Нідерландах, аналогічні зміни відбувалися у Швеції, що спричинили брак металу, інфляцію та високі державні витрати. 1656 р. було створено Стокгольмський банк (*Stockholms Banco*), а 1661 р. він випустив першу банкноту. Незважаючи на те, що Амстердамський банк також здійснював емісію чеків, що були подібні до банкнот, у Швеції останні випускалися регулярно великим обсягом, вільно перебували в обігу та мали статус платіжних засобів. Проте вже 1664 р. Стокгольмський банк не зміг забезпечувати їхній обіг і був визнаний банкрутом, а 1668 р. перейшов під управління шведським парламентом і увійшов до структури Рїксенс Штендерс Банку (*Riksens Stönders Bank*) – першого центрального банку, діяльність якого була обмежена лише операціями рефінансування та клірингу для обслуговування торгівлі (з метою уникнення банкрутства).

Через релігійні війни у Європі кінця XVII ст. в Англію емігрувало багато фінансистів, передусім амстердамські банкіри з великим капіталом. Під впливом голландської фінансової системи в Англії відбулася справжня фінансова революція, особливо після того, як 1688 р. на законодавчому рівні було визнано, що державний борг не є боргом фізичної особи – короля. 1694 р. для управління державним боргом за зразком Амстердамського обмінного банку було створено Банк Англії (*Bank of England*), який

функціонував і як банк банків для рефінансування, зокрема надання кредитів казні Великобританії. Примітно, що саме Банк Англії ввів кілька фінансових інновацій, наприклад банківські чеки з овердрафтом.

Лондонська біржа (*London Stock Exchange*) була заснована ще 1554 р., а після перемоги Англії у конкурентній боротьбі з Голландією за пріоритет у морській торгівлі, зниження значення Амстердамської біржі вона стала основним центром міжнародного ринку цінних паперів. У 1690-ті рр. у країні виник достатньо активний ринок державних облігацій, акцій та ануїтетів, що посилило позиції цього ринку.

Перші згадки про торгівлю цінними паперами (векселями) на території сучасної Німеччини зустрічаються наприкінці XVI ст. 1585 р. франкфуртські купці домовились про використання фіксованих обмінних курсів грошових одиниць, що і вважається датою народження Франкфуртської фондової біржі, а саму будівлю було зведено 1694 р. До кінця XVI ст. тут торгували виключно монетами та векселями. Перше котирування акціями датовано 1820 р., однак Франкфуртська біржа залишалася центром торгівлі лише облігаціями.

1724 р. у Парижі було побудовано спеціальну будівлю, що отримала назву «біржа» (*bourse*). У її стінах укладали угоди й агенти з обміну, а діяльність самої біржі не відповідала сучасному розумінню біржової торгівлі, зокрема були відсутні механізм об'яви цін з голосу та процедура біржової торгівлі. Лише 1777 р. для агентів з обміну виділили спеціальний майданчик для торгівлі цінними паперами і ввели правило відкритого оголошення ціни.

Починаючи з XVIII ст. в Європі, а згодом і в інших частинах світу стали створюватися національні центральні банки, що сприяло розвитку грошового ринку та фінансового ринку загалом. З'являлися нові біржі та банки з акціонерним капіталом. На фінансовому ринку почали виникати перші «мильні бульбашки», такі як крах 1711 р. британської «Компанії Південного Моря» (*South Sea Company*): оптимістична впевненість інвесторів у бездоганності фінансового стану емітента спричинила різке зростання

цін на акції, що не відповідали їхній реальній вартості, а згодом призвела до знецінення цих акцій.

Водночас в Японії була заснована рисова біржа *Dofjima kome ichiba*, яка у першій половині XVIII ст. стала першою біржею, де торгували аналогічними сучасними ф'ючерсами, стандартизованими строковими контрактами. Аграрна Японія, де заробітна плата певним прошаркам суспільства виплачувалась рисом, потребувала фінансового інституту, який би виконував функцію централізованого обміну рису на платіжні засоби. 1697 р. була відкрита рисова біржа, яка вже у 1710–1730 рр. стала своєрідним фінансовим центром. Обіг великої кількості строкових контрактів сприяв розвитку теоретичних концепцій для опису рухів ринкових цін: так звані японські свічки є яскравим прикладом перших інструментів аналізу стану фінансових ринків.

Ранній капіталізм, відомий як меркантилізм, справив значний вплив на розвиток фінансового ринку: з'явилися два нових сегмента – ринок акцій і ринок похідних інструментів; виникли центральні банки. Поява дворівневої банківської системи ускладнила структуру грошового ринку. Поступова індустріалізація економіки створювала нові передумови для розвитку фінансового ринку. У той час, як період раннього капіталізму XVI–XVIII стст. характеризувався інституціоналізацією фінансового ринку, період XIX і першої половини XX ст. пов'язаний не тільки з появою нових інститутів та інструментів, а й з важливими перетвореннями в рамках уже сформованих.

2.2. Формування міжнародного фінансового ринку у період розвиненого капіталізму

Період розвиненого капіталізму (друга половина XVIII – початок XX стст.) пов'язаний з появою нових бірж, фінансових рейтингів та індексів, різних нормативно-правових актів у сфері регулювання фінансових ринків. До потреби у торговому капіталі як каталізатора розвитку фінансового ринку додалась потреба у виробничому капіталі: капіталомісткі галузі економіки (наприклад,

будівництво, насамперед залізничне) потребували довгострокового фінансування.

Зниження значення Амстердамської біржі в останні десятиліття XVIII ст. стало причиною підвищення активності на Франкфуртській та Віденській біржах (Віденська вексельна і фондова біржа була заснована 1771 р.), а також на Берлінській (1716 р.). Однак розвивалися ці біржі повільно – 1804 р. на Франкфуртській біржі котирувалося лише 26 цінних паперів, і тільки для п'яти з них було визначено курс. Фондова біржа у Берліні активізувала діяльність у 1830-і роки. Повільний розвиток австрійських і німецьких бірж пояснюється тим, що у цих країнах у другій половині XVIII ст. майже не було акціонерних компаній, тож не набули поширення й акції.

У Франції через кілька років після революції 1793 р. біржа у Парижі була закрита і знову відкрита 1801 р. за Наполеона, який надав біржовим посередникам (*agents de change*) монополію на біржові операції. Тоді ж імператор видав указ про будівництво спеціальної будівлі Паризької біржі, що було завершено 1826 р. Основними цінними паперами, що ними торгували, на той час були векселі, натомість акції та облігації використовувались мало. Однак уже 1840 р. на Паризькій біржі мали котирування вже близько 130 пайових і боргових цінних паперів.

Перша фондова біржа на території Австралії – Сіднейська – була заснована в Новому Уельсі 1871 р. Незабаром біржі з'явилися і в інших австралійських колоніях.

Щодо Японії, то Токійська фондова біржа з'явилася 1878 р., через 10 років після «революції мейдзі».

Варто зазначити, що у Російській імперії Санкт-Петербурзька біржа була заснована 1703 р., проте основну роль у торгах довгий час відігравали іноземні купці; до того ж до середини XIX ст. ця біржа була суто товарною. Торги цінними паперами почалися на ній у 1860-ті рр., що наприкінці 1860-х – початку 1870-х рр. стало причиною сплеску спекулятивних операцій. Наприкінці XVIII ст. було створено Архангельську та Одеську біржі, а на початку XIX ст. Варшавську, Московську, Київську, Харківську та інші біржі. У цілому на початку XX ст. у Росії і на теренах України було вже понад 100 бірж.

У США перший американський Конгрес 1789 р. прийняв перший пов'язаний з бізнесом закон, що дозволив емісію урядових облігацій на суму 80 млн дол. для покриття військових витрат. Через два роки, коли *О. Гамільтон*, на той час секретар Казначейства, заснував перший у країні банк – *Bank of the United States*, до урядових облігацій додалися банківські акції, що пропонувались населенню.

На початку 1792 р. на Уолл-Стріт з'явився перший ринок «биків» (*bull*): деякі торговці через активний попит на ринку накопичили запаси окремих видів цінних паперів і стали торгувати ними напряму, без посередників, так само як іншими своїми товарами: хутром, мелісою, тютюном тощо. Походження сучасної назви «позабіржовий ринок» своїми коренями сягає саме тих часів і пов'язане з тодішніми формами торгівлі.

Торговці з Уолл-Стріт почали влаштовувати аукціони для продажу акцій та облігацій за спеціальними днями, а згодом декілька найбагатших торговців організували основний аукціон за адресою Уолл-Стріт, 22, де щоденно у полудень розпочинались торги цінними паперами. Клієнти та їхні агенти (брокери) передавали останні аукціоністам, які отримували комісійні за кожну продану акцію або облігацію.

Деякі підприємливі бізнесмени приходили на аукціони з єдиною метою – дізнатися ситуацію на ринку. Вони записували ціни, а після закриття аукціону пропонували ці ж цінні папери за заниженими комісійними. Те ж саме робили і учасники аукціонів. Як наслідок, 21 березня 1792 р. провідні бізнесмени Уолл-Стріт зібрались в отелі *Corre* для встановлення нових правил торгівлі із захистом їхніх інтересів. Уже 17 травня цього ж року двадцять чотири розробника¹ підписали документ «Угода платиногового дерева», де декларувалось, що учасники мали торгувати цінними паперами тільки один з одним за фіксованими комісійними ставками і не брати участь в інших аукціонах.

¹ Прийнято вважати, що саме вони стали першими офіційними членами Нью-Йоркської фондової біржі.

1792 р. було засновано Нью-Йоркську біржу, торги на якій проводилися спочатку під платаном на Уолл-Стріт (першими котирувались акції *The Bank of New York*). Пізніше, 8 березня 1817 р., вона отримала офіційну назву – Нью-Йоркська фондова біржа¹. Щоранку список акцій, що виставлявся на аукціон, зачитувався присутнім у залі членам біржі, які потім робили заявки на купівлю або продаж цінних паперів, що їх цікавили. Брати участь у торгах мали право тільки члени біржі, а право сидіти² під час аукціону коштувало 25 дол. Згодом ця сума зросла до 400 дол.

1850 р. на Уолл-Стріт йшла активна торгівля, що було пов'язано із знайденим у Каліфорнії золотом, особливою популярністю акцій золотих копалень і залізничних компаній. Більшість з цих інструментів була спекулятивною, проте позабіржові брокери були зацікавлені у них. Торгівля цими інструментами була зосереджена на вулиці, на розі Вільям-Стріт і Бівер-Стріт, оскільки не всі брокери могли дозволити собі мати власний офіс. На початку 1890-х рр. вулична біржа перемістилась на Брод-Стріт, де було більше місця, а вуличні брокери стали винаймати приміщення у будівлі *Mills Building* по сусідству. Клерки приймали клієнтські замовлення, а потім вигукували їх через вікно натовпу брокерів унизу. І оскільки брокерів було кілька сотен, а клерки кричали без перестану, стало зрозуміло, що користі від такої передачі інформації недостатньо, тому було розроблено спеціальну систему жестикуювання, що використовується і донині³. 1908 р. було засновано Агентство вуличних брокерів, яке розробило правила укладання угод, але без забезпечення їхнього виконання на

¹ Біржа декілька разів переїжджала з місця на місце, доки 1863 р. не розмістилась у будівлі, на місці якої і розташована нині *NYSE*. Існуючу нині будівлю було побудовано 1903 р.

² Тому і сьогодні про члена біржі *NYSE* зазначають «У нього є місце», хоча насправді під час укладання угод учасники зазвичай ніколи не сидять.

³ Клерки, жестикуюючи пальцями для передавання інформації, часто опинялись на краю карнизу. Брокери внизу одягались у яскравий або будь-чим примітний одяг для розпізнавання їх клерками. Сторонньому спостерігачу це могло здатись божевільнею, проте брокери добре знали, що деякі акції можна купити лише у певних місцях, часто біля вуличних ліхтарів. Угоди укладались за будь-якої погоди.

практиці. 1911 р. було розроблено статут і засновано Нью-Йоркську асоціацію вуличних брокерів. Яскравою подією в історії американського бізнесу стало 27 липня 1927 р., коли вуличні брокери увійшли у тільки-но зведену будівлю на свою першу торгову сесію, причому кожна торгова точка всередині будівлі була організована навколо ліхтаря на кшталт того, що під ним брокери укладали угоди на вулиці. 1953 р. Нью-Йоркська вулична біржа, як її називали після 1928 р., змінила назву на Американську фондову біржу (*American Stock Exchange*).

Біржові котирування стали надбанням не лише зацікавлених осіб, а й громадськості: з розвитком технологій ціни на фінансові інструменти стали поширюватися голубами Пауля Рейтера, засновника інформаційного агентства «Рейтерс», а потім і спеціалізованих газет з біржовими даними. На біржах набула розвитку торгівля похідними інструментами, зокрема створення 1848 р. «Чиказької Торгової Палати» (*CBOT*) стало відправною точкою в історії розвитку ринку форвардів та ф'ючерсів.

До 60-х рр. XIX ст. регулювання банків у США було виключно у введених штатів, які встановлювали певні банківські стандарти. При цьому штати у боротьбі за гроші клієнтів намагалися встановити найпільговіші умови для заснування банків. Формуванню банківської системи на ринкових конкурентних принципах сприяв Національний банківський акт (*National Banking Act*) 1863 р., завдяки чому було створено Управління контролера грошового обігу (підрозділ Міністерства фінансів, у сферу компетенції якого потрапили деякі банки), зменшено обмеження на організацію приватних банків. Як підсумок, за 1899–1922 рр. кількість таких банків зросла з 12 до 30 тис., однак більшість з них мала обмежений капітал, що розбалансовувало фінансову систему, призводило до періодичних криз і банкрутств.

Розвиток будівництва, машинобудування, металургії та залізничних доріг стимулював випуск боргових і пайових інструментів для залучення грошових коштів. З'явилися конвертовані фінансові інструменти, першим прикладом яких став випуск конвертованих облігацій в акції від залізничної компанії *Racine and Mississippi Railroad Company* (США) 1875 р. Їхня поява свідчить

про встановлення зв'язків між сегментами фінансового ринку та самими фінансовими інструментами.

1896 р. у США був запущений перший індекс Доу-Джонса на 12 акцій (переважно залізниці), а згодом додалися інші індекси, що відображали динаміку інструментів різних сегментів фінансового ринку. Інвестори потребували не лише інформації про ціни на фінансові активи, а й про їхню якість, тож у кінці XIX і на початку XX ст. з'являються рейтингові агентства. Першим стала створена 1899 р. у США компанія «Еквіфакс» (*Equifax*), а на початку XX ст. – аналітичні агентства *Moody's* і *Standard & Poor's*, які згодом почали визначати фінансовий стан компаній і країн за допомогою рейтингів. Індокси та рейтинги як інфраструктурні нововведення слугували першоосновою для нових фінансових інструментів¹.

На початку XX ст. стався переворот у розумінні інституту центрального банку. Важливою віхою в історії фінансового ринку стало створення 1913 р. Федеральної резервної системи США, що змінило модель функціонування монетарної влади². Її метою став захист банківської системи від послаблюючих її регулярних криз. Паніка 1889 і 1895 рр. (спершу криза, що була пов'язана з акціями компаній із видобутку міді, а згодом і золота), глибока криза 1907 р. (знову через акції компаній із видобутку міді) нанесли великі втрати для економіки, і зрештою посилювались вимоги створити централізовану систему для стабілізації економіки за допомогою контролю пропозиції грошей. Основними елементами ФРС стали Рада управляючих (*The Board of Governors*), Федеральний комітет з операцій на відкритому ринку (*Federal Open Market Committee, FOMC*), 12 регіональних федеральних резервних банків, консультаційні ради (*Advisory Councils*) і банки-члени.

¹ Наприклад, наприкінці XX ст. стали з'являтися похідні інструменти, що пов'язані з динамікою індексів (такі як ф'ючерси на біржові індекси).

² До цього було дві спроби створення центрального банку у США. Перша була ініційована *О. Гамільтоном* і вилилась у створення Першого банку США, що був заснований 1791 р. і функціонував до 1811 р. Друга спроба привела до створення 1816 р. Другого банку США, який був заснований Конгресом для стримування спричиненої війною 1812 р. інфляції.

У європейських країнах також виник надлишок фінансових ресурсів, що їх можна було інвестувати в економіку інших країн. Наприклад, у Франції на початку ХХ ст. вони інвестувались у створення банків у Росії, Марокко, Індокитаї, Болівії. Однак це міжнародне інвестування тут мало менше значення, ніж у США. Населення традиційно було орієнтоване на накопичення коштів, що підкріпилося створенням 1882 р. національної системи ощадних кас. За 1900–1913 рр. у них було накопичено до 15 млрд дол., відкрито 4 млн нових рахунків, 25 % власників яких були прості робітники з невеликою зарплатою.

Для порівняння, за даними *Р. Раджана* і *Л. Зінгалеса*, 1913 р. відношення банківських депозитів до ВВП становило в Австрії – 116 %, Швейцарії – 93 %, Данії – 76 %, Бельгії – 68 %, Франції – 42 %, США – 33 %¹, Японії – 19 %. З іншого боку, за рахунок емісії акцій лістингових компаній було профінансовано 38 % валових інвестицій у Нідерландах, 23 % – у Бельгії, 17 % – у Росії, 14 % – у Великобританії та Франції, 8 % – у Японії та Швеції, 7 % – в Італії та Німеччині, 4 % – у США. Показник капіталізації національних емітентів до ВВП найбільшим був у Великобританії – 109 %, Бельгії – 99 %, Франції – 78 %. І що найцікавіше, кількість лістингових емітентів на мільйон жителів становила у Бельгії – 109, Австралії – 68, Нідерландах – 63. Натомість у Великобританії ця цифра досягла 47 компаній, США – 4, Японії – 8, Росії – 2 компанії.

Із серпня 1914 р. у зв'язку з початком Першої світової війни практично всі європейські та американські біржі припинили свою роботу й відновили її у 1920-ті рр., коли у більшості країн наступив період підйому, що супроводжувався безпрецедентною біржовою активністю та спекуляцією. Його епіцентром стали США, де з'являлись товари масового попиту (автомобілі², радіоприймачі,

¹ Незважаючи на середні показники, у США напередодні Першої світової війни нараховувалось близько 25 000 комерційних банків, 6 000 ощадно-позичкових асоціацій і 600 взаємних ощадних банків, 250 інвестиційних банків, 300 трастових компаній.

² У США перші автомобілі були достатньо дешевими, щоб їх купували прості фермери. 1926 р. на 1 000 жителів припадало 126 автомобілів, а у Великобританії – 15, Франції – 13, Німеччині – 3 автомобілі.

пилососи тощо), що вироблялися лістинговими компаніями, які потребували значних обсягів акціонерного фінансування. Спекулятивний бум став наростати з 1926 р., коли 6 % громадян стали власниками цих цінних паперів. У цьому контексті варто зазначити, що у період економічного підйому у США та основних країнах Західної Європи спостерігалась диспропорція між швидким розвитком виробництва і занадто повільним зростанням споживання. Так, у 1920–1930 рр. світовий обсяг виробництва збільшився на 42 %, а міжнародної торгівлі товарами споживання – лише на 13 %. У підсумку це призвело до зловживань кредитами з метою активізувати споживання. У США, зокрема з 1924 р., цьому сприяла політика ФРС США: обсяг кредитів за 1926–1929 рр. зріс із 2,5 до 6 млрд дол. Ці процеси не минули і ринок акцій, більшість яких купувалась у кредит (до 80 %) за завищеною ціною.

За даними *Р. Раджана* і *Л. Зінгалеса*, на 1929 р., порівняно з 1913 р., показник капіталізації емітентів до ВВП США збільшився практично у 2 рази, а емісії акцій до валових інвестицій – у 9 разів. У Франції та Бельгії ринок за 1921–1929 рр. зріс більше ніж на 400 %, Польщі – 380 %, а у Німеччині найбільше – більше ніж на 1 000 %, але це було пов'язано з інфляційними процесами. Після закінчення війни Європа перетворилась із кредитора в боржника. На Міжнародній конференції у Генуї (1922) було визнано втрату золотом функції універсального еквівалента через нерівномірність розподілу золотих запасів між країнами-учасницями міжнародної торгівлі. США та Великобританія¹, що найменше потерпіли від війни, стали основними інвесторами. 1927 р. банком *J. P. Morgan Chase* були введені в обіг перші депозитарні розписки для американських інвесторів (*American Depositary Receipts, ADRs*) на акції іноземних компаній, що дозволило фондовому капіталу з більшою легкістю долати національні кордони.

¹ Надлишок вільних фінансових ресурсів у США спрямовувався і у Великобританію. Так, одна з найбільших на той час компаній – дочірній підрозділ американської *General Electric*, на 40 % належала американським інвесторам.

Варто також зазначити, що у період розвитку американського ринку цінних паперів комерційні банки стали створювати дочірні компанії з цінних паперів: 1908 р. це був *First National Bank of New York*, а 1922 р. таких банків налічувалось уже 62. У 1920-ті рр. представники Контролера грошового обігу попереджали про ризикованість цієї практики. Натомість прийнятий 1927 р. Акт Макфеддена (*McFadden Act*) підтвердив законність створення банківських дочірніх компаній, і 1931 р. 285 національних банків і ще більше банків штатів займались інвестиційним банкінгом через дочірні структури.

З початку 1928 р. до вересня 1929 р. у США розпочалася та посилилася спекулятивна лихоманка, індекс *Dow-Jones (DJIA)* зріс із 191 до 381 пункту. Згодом 3 жовтня 1929 р. індекс почав падати, а 21 і 22 жовтня («чорний понеділок» і «чорний вівторок») падіння продовжувалось, і 24 жовтня («чорний четвер») стало першим днем справжньої біржової паніки. Було продано рекордну кількість акцій – близько 13 млн. Ряд провідних банків і компаній з цінних паперів у спробі призупинити паніку скупили великі пакети акцій і дещо стабілізували ситуацію, проте така паніка продовжувалася до середини листопада, а швидкість падіння ринку 1929 р. нагадувала кризи 1872 і 1907 рр. У цілому, за 1929–1932 рр. індекс *Dow-Jones* знизився на 86 %, і знадобилось 25 років для досягнення американським ринком показників 1929 р. (ринком Великобританії – 6 років).

Крах на ринку цінних паперів призвів до катастрофічного зменшення активів банків та інших фінансових інститутів, особливо тих, хто формував інвестиційні портфелі з акцій. За 1929–1933 рр. збанкрутувало 11 000 банків США, що призвело до суттєвого скорочення виробничих і споживчих витрат. Відбулось майже двократне падіння промислового виробництва та безпрецедентне трикратне зростання безробіття. Велика депресія перекинулася на інші країни, найбільше постраждали Німеччина, де рівень безробіття 1932 р. становив 25 % робочої сили, та Великобританія, де виробництво та експорт залишались у депресивному стані до Другої світової війни.

Закінчився період економічного лібералізму і розпочався період посиленого регулювання ринку цінних паперів, що тривав до 1970-их рр. Для уникнення повного краху президент США *Ф. Рузвельт* пішов на той крок, що 6 березня 1933 р. усі банки було закрито (банківські канікули). Реформи базувались в основному на Банківському акті 1933 р., відомому як закон Гласса – Стіголла (*Glass – Steagall Act*), що був розроблений 1933 і вдосконалений 1935 рр., а скасований 1999 р., не тільки спричинив поділ банків на два типи (інвестиційні та кредитно-депозитні), створення Федеральної корпорації страхування депозитів (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC* (1933 р.)), спеціальних федеральних органів із позичково-ощадних асоціацій (*Federal Savings and Loan Insurance Corporation*) і кредитних спілок (*National Credit Union Administration*), але й розробку широкого переліку регулюючих актів у сфері регулювання ліквідності. ФРС отримала право регулювати ставку за строковими депозитами, що згодом отримало назву *Regulation Q*. Результатом стало: використання позикових коштів (і грошей вкладників) на фінансування реального сектору; втрата урядом можливості субсидювати спекулятивні операції; повернення грошей з фінансових ринків і спрямування їх на великі інфраструктурні проекти; запропонування сприятливих умов кредитування позичальникам; вихід економіки з кризи й отримання можливості ефективного розвитку. У підсумку це посилило роль фінансового ринку, зокрема грошового, у проведенні фінансової політики.

У Великобританії подібні реформи в державному регулюванні фінансового ринку у цей час не проводилися, оскільки ще у законі про компанії 1844 р. було чітко визначено вимоги до розкриття інформації. Крім того, внаслідок участі країни у Першій світовій війні тут не було такого активного економічного підйому та спекулятивного буму на ринку акцій, як у США, тому британський ринок цінних паперів постраждав від кризи не так відчутно.

Отже, міжнародний фінансовий ринок як єдине ціле став формуватися на початку XIX ст. після поразки Нідерландів у війнах з Англією, коли Амстердам втратив статус провідного фінансового центру. Цим центром став Лондон, а запозичені з Амстердама

фінансові інновації отримали на британському ринку подальший розвиток. Становленню міжнародного ринку у ХІХ ст. сприяло оптимальне поєднання різних факторів, у тому числі розвиток бірж, а також будівництво залізниць і каналів, що вимагало залучення акціонерного капіталу, зокрема на міжнародних ринках. Крім того, важливу роль відіграв розвиток засобів зв'язку (телеграфу та телефону), поява нових фінансових інструментів – прототипів єврооблігацій і депозитарних розписок.

2.3. Становлення глобального фінансового ринку та його архітектури у другій половині ХХ – початку ХХІ ст.

На етапі постіндустріального розвитку економіки (друга половина ХХ століття) відбувається глобалізація ринків, фінансів і капіталу. З'явився новий каталізатор розвитку фінансового ринку – потреба у спекулятивному капіталі. Спекуляції завжди супроводжували торгівлю певними фінансовими інструментами, однак лише у другій половині ХХ ст. потреба у спекулятивному капіталі (створення сек'юритизованих цінних паперів та інших пов'язаних з ними інструментів, похідних інструментів без поставки базового активу) пов'язана саме з переходом спекуляцій у категорію каталізаторів розвитку фінансових ринків. Бажання розширити та ускладнити ринок, залучити більше учасників і тим самим збільшити прибуток, одночасно збільшуючи і ризики, стало новою рушійною силою для розвитку ринку.

У червні 1944 р., коли поразка Німеччини у Другій світовій війні стала очевидною, на Бреттон-Вудській конференції почала обговорюватися проблема відновлення системи економічних зв'язків у післявоєнний період. Розглядалося два проекти – британський *Дж. М. Кейнса* та американський *Г. Вайта*. *Дж. М. Кейнс* пропонував створення світового центрального банку та особливої міжнародної валюти, але ці ідеї не мали підтримки серед представників США. У підсумку після тривалих дискусій на конференції було підтримано проект, що містив у собі елементи обох

пропозицій. Саме тоді було створено нові міжнародні організації – Міжнародний валютний фонд (МВФ) і Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР). Крім того, 1947 р. було укладено Генеральну угоду з тарифів і торгівлі – ГАТТ (*General Agreement Tariffs and Trade, GATT*). Провідна роль у цих організаціях відводилася США, а долар став основною міжнародною валютою, що визначило особливості розвитку світового фінансового ринку у другій половині ХХ ст.

Після закінчення Другої світової війни потреба у відновленні промисловості у країнах-учасниках війни стала основною причиною економічного підйому. У 1950-ті рр. розпочався прискорений розвиток ринку цінних паперів, що знову загострило властиву самій природі цього ринку проблему нестабільності, що посилювалося поширенням у 1960-ті рр. єврооблігацій та збільшенням обсягів ринку деривативів у 1970-ті рр.

Наприкінці 70-х рр. у банківській системі США відчувався дефіцит довгострокових коштів на депозитах через дії ФРС, яка підвищила облікову ставку до 20 % з метою послаблення інфляції. Це призвело до перетікання грошових коштів із банківських рахунків на ринки капіталів з більш ризикованими інструментами, а банки відмовились від традиційного ведення бізнесу, що був введений ще у рамках Нового курсу *Рузвельта*: «Сплачує 3 % за депозитами, отримуй 6 % за іпотечними кредитами». Крім збільшення ставки рефінансування, були прийняті закони, що увійшли пізніше у склад так званого Регулювання *Q* (*Regulation Q*), який встановив порядок ціноутворення для традиційних банківських послуг, переважно залучення депозитів.

Дефіцит ліквідності, що був наслідком вищезазначених заходів, сприяв концентрації уваги банків ринку цінних паперів, на який вони не мали доступу аж до 1999 р. через Закон *Гласса – Стіголла* (1933 р.). Усе це стимулювало розвиток сек'юритизації¹,

¹ Термін «сек'юритизація» вперше з'явився 1977 р. у *Wall Street Journal*, де описувалась процедура андеррайтингу (гарантованого розміщення) першого випуску цінних паперів, забезпечених заставою прав вимоги за іпотечними кредитами. Як андеррайтер, виступав *Salomon Brothers*, а угода одержала назву *Bank America issue* (Емісія Банку Америки).

яка стала одним із каталізаторів глобалізації фінансів і призвела до зниження значення комерційних банків, які залучали депозити, на користь ринку цінних паперів. Так, частка банків у сукупних фінансових активах знизилася з 50 % у 1950-х рр. до 25 % у 1990-х рр.

У 1970-ті рр. відбулися значні зміни на ринку похідних інструментів: 1973 року в Чикаго була відкрита перша біржа опціонів (*Chicago Board Option Exchange, CBOE*), на якій було застосовано різні інфраструктурні інновації, зокрема модель Блека-Шоулза (*Black-Scholes*) для визначення цін на опціони та комп'ютеризація котирувань. Спочатку торгівля велася опціонами на акції, згодом список базових активів поповнився кредитними та іншими інструментами.

Поява похідних інструментів «своп» (*swap*) стала наступною важливою подією: 1981 р. було укладено першу валютну операцію типу «своп» між компанією IBM і Банком міжнародних розрахунків (*Bank for International Settlements, BIS*). Через шість років, 1987 р., номінальний обсяг торгів за свопами становив 865 млрд дол. США, а 2006 р. він став рекордним і перевищив 289 трлн дол. США, що свідчить про високу популярність цього інструменту. Особливий інтерес викликає поява форвардів без поставки базових активів, що були вперше використані 1990 р. і відразу ж стали активно застосовуватися у валютних спекуляціях. 1997 р. банком *J. P. Morgan Chase* було введено кредитно-дефолтні свопи (*Credit Default Swap, CDS*) для перекладу ризиків дефолту за кредитами. Вони торгуються поза біржами і містяться поза загальноприйнятих юрисдикцій регулюючих органів, що робить *CDS* значно популярними.

Підсумком поширення свопів, що були пов'язані з динамічною процентних ставок, стала стандартизація міжбанківського ринку. Цей процес був розпочатий Британською банківською асоціацією спільно з Банком Англії. За 1984–1986 рр. було введено показники ставок за свопами (*BBAIR*) і ставок за міжбанківськими кредитами *BBALIBOR*. За даними Британської банківської асоціації, нині близько 20 % усіх міжбанківських кредитів у світі пов'язані з лондонським міжбанківським ринком, а ставки рахуються

на основі 10 ключових валют, що дозволяє вважати їх глобальними індикаторами грошового ринку. Введення стандартизації та уніфікованих показників сприяло подальшому розвитку фінансових інновацій у галузі кредитних інструментів.

Після того, як на початку 1980-х рр. Лондонська біржа стала центром операцій з єврооблігаціями і новими гібридними інструментами, ослаблення обмежень на міжнародні операції з цінними паперами призвело до так званого «великого вибуху» у жовтні 1986 р. на цій біржі, що зіграло вирішальну роль у формуванні сучасного глобального фінансового ринку.

Якщо у США на той час основне значення мали радикальні технологічні інновації (інформаційні технології, масове поширення персональних комп'ютерів), то основні інновації 1980-х рр. у Лондоні стосувались лібералізації державного регулювання та послаблення контролю з боку центрального банку (*Bank of England*) над операціями Лондонської біржі, обсяг яких зріс у 17 разів (наприклад, Токійської – 9, Нью-Йоркської – 4).

Революція в інформаційних технологіях, що розпочалась у цей час, привела до швидкого впровадження комп'ютерної техніки на фінансових ринках, а з початку 1990-х – до поширення Інтернету у сфері фінансових і страхових послуг. Це значно прискорило розвиток глобального фінансового ринку. У США першою фондовою біржею, яка використала інформаційні технології, стала *NYSE*, де 1976 р. було запроваджено автоматизовану систему *DOT – Designated Order Turnaround*. 1977 р. подібну систему організували в Канаді на фондовій біржі *TSX (Toronto Stock Exchange)*.

З кінця 1980-х рр. у США на первинному ринку цінних паперів основними учасниками стали *NYSE* та *AMEX (American Stock Exchange)*, а також регіональні біржі у Бостоні, Чикаго та інших містах. Лідером на вторинному ринку став *NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation – Автоматизовані котирування Національної асоціації дилерів цінних паперів)* – один з найбільш престижних ринків цінних паперів, де обертаються акції таких провідних високотехнологічних компаній, як *Microsoft, Intel, Dell, Cisco* та ін.

1996 р. в Європі була створена подібна система – *EASDAQ*, що була поглинута 2001 р. *NASDAQ*, внаслідок чого було створено компанію *NASDAQEurope*. Однак глобальна система організації торгів на ринках цінних паперів виявилася недостатньо ефективною, і в червні 2003 р. акціонери *NASDAQEurope* вирішили ліквідувати компанію. Також невдалим виявилось створення *NASDAQJapan*, що була ліквідована у червні 2002 р.

Серед основних центрів операцій з фінансовими інструментами варто відмітити Токійську біржу, що була створена ще 1878 р., і за обсягом операцій посідає друге місце після *NYSE*. Лондонська біржа (*London StockExchange, LSE*) перебуває на третьому місці після Нью-Йоркської та Токійської бірж. У Франції після об'єднання Паризької біржі з біржами Амстердаму, Брюсселя і Лісабона у січні 2002 р. було створено торгову систему *Euronext NV*. У Німеччині важливу роль відіграє фондова біржа у Франкфурті – *Deutsche Bourse AG*.

У підсумку наприкінці ХХ ст. виник глобальний фінансовий ринок, що став важливим джерелом фінансування економіки. Однак кризові явища на фінансових ринках дедалі частішали: інвестиційна криза 1990–1991 рр., що пов'язана з падінням фондових індексів, переглядом очікувань інвесторів; потужний крах фінансової системи Мексики (грудень 1994 р. – січень 1995 р.); банкрутство ряду американських органів місцевого самоврядування, які вклали кошти від податкових надходжень у сумнівні цінні папери (грудень 1994 р.); криза іспанського песо, шведської крони та італійської ліри, стрімке падіння долара (перше півріччя 1995 р.); банкрутство внаслідок спекуляцій відомого британського банку *Bearings*, криза найбільшої у світі страхової компанії *Lloyd's of London* (лютий – березень 1995 р.); азійська фінансова криза (осінь 1997 р.), що охопила країни тихоокеанського регіону, а також віддалені від Азії країни, включаючи й Україну; обвал пов'язаних з Інтернетом компаній (доткомів), індексу високотехнологічних компаній *NASDAQ* 2000 р. з подальшим розгортанням інвестиційної кризи та світової рецесії 2002–2003 рр.; глобальна фінансова криза через обвал іпотечного ринку США та спекулятивні операції зі структурованими фінансовими інструментами (2007 р., 2008–2009 рр.).

У 1990-ті рр. система «глобального капіталізму» досягла свого найвищого розквіту, чому сприяли радикальні технологічні інновації у сфері інформаційних технологій. Сформувалася система *stock market capitalism* – капіталізм із залученням фінансових ресурсів через ринок цінних паперів. У її основу було покладено англо-американські традиції вільного розвитку ринку цінних паперів на відміну від європейської системи, де переважало банківське фінансування.

Зросло значення таких учасників глобального фінансового ринку, як інституційні інвестори (страхові компанії, пенсійні та інвестиційні фонди), які забезпечили у 1990-ті рр. активне надходження акумульованого від індивідуальних інвесторів капіталу на фінансові ринки. І неважко було спрогнозувати, що чергове підвищення ринкової активності збільшує потенційну економічну нестабільність. 2000 р. виникла широкомасштабна криза інтернет-компаній (або *dot.com's*, як їх тоді називали), що була спричинена активною спекуляцією акціями компаній так званої «нової економіки» (*neweconomy*). Так само, як і в 1920-х рр., технологічні інновації призвели до завищення цін на пов'язані з інтернет-комерцією акції нових компаній, з якими інвестори пов'язували занадто оптимістичні прогнози щодо дохідності без урахування реальних можливостей цих компаній.

Типовим прикладом є відома віртуальна компанія *Yahoo* (1994 р.), яка стала однією з перших пошукових систем за практичною відсутністю реальних активів. Вона швидко підвищила свою біржову капіталізацію до 7 млрд дол. 1998 р. (більше за компанію *Kodak*); при цьому ціна на акції зросла з 42,5 до 222 дол., але 2000 р. різко впала до 25 дол. І хоча компанія *Yahoo* продовжує існувати, щодо рівня технологічних інновацій вона істотно поступається компаніям-конкурентам (зокрема, *Google.com*), а швидке зростання капіталізації з наступним стрімким падінням цін на акції притаманне багатьом інтернет-компаніями. На початку 2000 р. капіталізація *Cisco Systems* перевищувала 500 млрд дол., *Microsoft* – 261 млрд дол. (для порівняння, капіталізація *General Motors* – 257 млрд дол.), *AOL.com* – 63 млрд дол. (*Disney* – 61 млрд дол.). Завищена капіталізація

пов'язаних з інформаційними технологіями компаній відзначалася й у країнах Європи.

Криза інтернет-компаній, що показала наскільки інтегрованим став єдиний глобальний фінансовий ринок, розпочалась у січні 2000 р. і досягла свого максимуму у березні 2000 р., коли поширилась інформація про судовий процес проти компанії *Microsoft*, якій загрожувала ліквідація. Це спричинило не тільки банкрутство великої кількості компаній у сфері інформаційних технологій, але й зупинення тривалої тенденції економічного підйому 1990-х рр., у чому неостанню роль відіграли гучні корпоративні скандали 2000–2001 рр. (*Enron*, *WorldCom* та ін.). Реакцією стало прийняття у США закону Сарбейнса – Окслі та загальне посилення державного регулювання на фінансових ринках.

По суті, з кінця 1990-х рр., а також на початку ХХІ ст. на глобальному фінансовому ринку відбувалося зростання величезної спекулятивної піраміди, що була пов'язана не тільки з акціями компаній інформаційних технологій, але і з розповсюдженням деривативів та гібридних фінансових інструментів, особливо іпотечних інструментів¹. Зниження ставок ФРС 2001 р. з метою недопущення переростання фінансової кризи в економічну зробило житло більш доступним. Крім того, різке падіння ринку акцій високотехнологічних компаній вимусило населення шукати альтернативи інвестиціям в акції.

Після першої хвилі економічного спаду 2000–2001 рр. почалися спроби активізувати фінансовий ринок за допомогою сек'юритизації активів. На ринку нерухомості збільшився випуск призначених для придбання нерухомості в кредит спеціальних іпотечних цінних паперів (*mortgage backed securities, MBS*), після

¹ Майже всі економічні кризи минулого століття пов'язані з нерухомістю через існування механізму зворотного зв'язку. Він полягає у тому, що нерухомість слугує предметом застави: із збільшенням цін на неї збільшуються застава вартість і сума виданих кредитів, що забезпечують цю вартість. До кризи приходять банки з величезним застава в портфелі, причому всі одночасно. Згодом вони так само одночасно намагаються реалізувати цю нерухомість із суттєвою втратою вартості. У результаті банки за часту не можуть нічого реалізувати і стають банкрутами.

чого виник черговий «бум» і на ринку нерухомості, і на ринку *MBS*. Темпи зростання останнього на початку XXI ст. були безпрецедентними (від 0,2 млрд дол. 1980 р. до 4 000 млрд дол. 2007 р.), проте коли для інвесторів стало очевидним суттєве завищення цін на нерухомість, вартість *MBS*, а також їхній рейтинг, 2007 р. на ринку *MBS* стався обвал, що став поштовхом для поширення світової фінансової, а згодом і економічної кризи.

Як вважають експерти, основними причинами кризи стали:

1) жадібність одних і недостатнє виконання свої функцій іншими. Так, винагорода банків та інших фінансових інститутів стимулює взяття на себе короткострокових ризиків й ігнорує довгостроковий прибуток акціонерів (хоча й вони провокують отримання підвищених прибутків). Не обійшлося без участі рейтингових агентств, які конкурують за частку ринку та доходи яких невпинно зростають¹;

2) закладена у нових фінансових інструментах неприпустима віра у постійність кореляції між поведінкою різних активів, тобто невиправданий оптимізм щодо поведінки основного атому, на якому врешті-решт будувалась уся методологія;

3) неймовірна недооцінка фактору ліквідності (можливості купити-продати без суттєвих втрат), тобто зайвий оптимізм щодо того, що величезний потік доступних для інвестицій коштів як мінімум не падатиме (основна помилка) та інвестуватиметься².

¹ Наприклад, рейтингове агентство *Moody's* вимушене було 2008 р. визнати свою «помилку», що була закладена в одну із сотень формул і через яку було присвоєно неправильний рейтинг фінансовим інструментам на суму більше трильйона доларів. У підсумку інвестори, які їх купили, наражались на більший, ніж вони гадали, ризик, і тому ціни на ці інструменти мали бути нижчими. З такого сценарію ні інвесторів, ні уряд ніхто *свідомо* не обманював.

² Варто зважати і на те, що в економічно розвинених країнах великого розвитку набув аутсорсинг – продаж матеріального виробництва в країни Південно-Східної Азії, передусім Китай. Це спричинило глобальний дисбаланс заощаджень та інвестицій. У той час як рівень заощаджень у США та інших країнах з розвиненими фінансовими ринками знизився і досяг мінімальних величин (за швидкого підвищення рівня інвестування та споживання за рахунок доступних кредитів), у країнах Південно-Східної Азії у кінці XX – початку XXI ст. спостерігався зворотний процес: заощадження

Основними винуватцями останніх негативних подій на ринках капіталу називаються три «R»: *rocket scientists* (вчені-ракетники – фінансисти-винахідники структурованих фінансових інструментів і технологій сек'юритизації, які замість перерозподілу кредитного ризику спричинили ще більшу заборгованість для інвесторів), *regulators* (регулятори) і *rating agencies* (рейтингові агенції). Що стосується перших, то сьогодні ставляться під сумнів фінансові теорії, за які свого часу було отримано десятки нобелівських премій з економіки. І лише 2009 став роком їхнього переосмислення, а початок поклав нобелівський лауреат П. Кругман (2008), який поставив під сумнів базові економічні теорії, а також абстрактні моделі зі складним математичним апаратом, підкреслив і шкідливість деяких з них.

Через світову фінансову кризу, що розпочалася 2007 р., 2010 р. у США, було прийнято закон «Про реформу фінансових інститутів США і фінансовий захист споживачів» (Закон *Додда-Франка (Dodd – Frank Act)*), що націлено на зниження активності банків США на ринку цінних паперів і вкладення коштів у реальний сектор. Разом із тим існують побоювання, що такий жорсткий крен у фінансовій політиці може призвести до відпливу капіталів, погіршенню інвестиційного клімату у країні і створенню сприятливих умов економічного зростання у конкурентів, зокрема у країнах БРІК.

У цілому зняття обмежень і скорочення прямого державного втручання у діяльність фінансових інститутів у більшості країн супроводжувалося посиленням контролю за їхніми операціями, що особливо важливо для стійкості фінансового ринку, а також

швидко зростали, а можливості їхнього інвестування були обмеженими. Цей дисбаланс призвів до пошуків можливостей вкладення значного інвестиційного капіталу в інших регіонах світу. Наприклад, у китайських національних традиціях є заохочення накопичення заощаджень, і у період економічної та політичної лібералізації було акумульовано величезний обсяг заощаджень, що на початку ХХІ ст. вкладалися переважно в економіку США. Так, парадоксальним чином Китай став основним кредитором Америки, при цьому ці кредити часто використовуються в США для імпортування великих партій китайських товарів. Усе це ще більше посилює нестабільність як економіки США, так і глобальної економічної системи.

підвищення довіри до нього з боку потенційних інвесторів. Основні заходи стосуються прозорості діяльності фінансових інститутів, їхній відповідальності за надану інформацію, оптимізації системи управління ризиками, а також регламентування інвестиційних операцій на ринку цінних паперів.

Постіндустріальна стадія розвитку фінансового ринку не внесла нових елементів у його структуру, однак сприяла появі ряду фінансових інновацій, які в деяких випадках призначені переважно для спекуляцій. Інтеграція бірж і їхніх інфраструктур є показником високого ступеня фінансової інтеграції.

2.4. Етапи розвитку фінансового ринку на теренах України

Нинішній стан розвитку фінансового ринку України характеризується незавершеністю інституційних перетворень, що гальмує його подальший розвиток і реалізацію стратегічних економічних програм. У цьому контексті економічні процеси залежать від траєкторії попереднього розвитку. Отже, розглянемо розвиток фінансового ринку та інститутів відповідно до етапів визначеної еволюції (табл. 2.1).

Проте насамперед варто зазначити, що у дореволюційній фінансовій політиці Російської імперії використовувався досвід Німеччини, адже центром спекулятивних операцій з цінними паперами, а також кредитними грошима була Берлінська біржа. Німеччина була основним зовнішньоторговим партнером, а Берлін – найближчим до західного кордону фінансовим і торговельним центром. Державні боргові зобов'язання Російської імперії у ті часи традиційно розміщувалися за посередництва німецьких банків на грошовому ринку Німеччини.

Як підсумок, через економічну реформу 1850–1860 рр. на українських землях набули розвитку депозитні фінансові установи: 22 відділення Державного банку, близько 87 філій трьох головних акціонерних комерційних банків Російської імперії (Петербурзький міжнародний, Азовсько-Донський, Російський торговельно-промисловий); українські – 6 акціонерних, 2 приватних

Таблиця 2.1

Етапи розвитку фінансового ринку в Україні

Етапи Риси	Визначальний Адміністративно- командна економіка (1920– 1987 рр.)	Стартовий Формування ринкового механізму (1988– 1995 рр.)	Накопичення Формування ринково орієнтованої взаємодії (1996– 1999 рр.)	Забезпечення і контроль Формування інноваційно активної вза- ємодії (2000 р. – перша половина 2008 р.)	Модерні- зація і стійкість Забезпе- чення фі- нансової безпеки (друга по- ловина 2008 р. – дотепер)
Оцінювання фінансових і інвестиційних ризиків	Відсутнє	Формується	Усвідомлю- ється більшіс- тю учасників фінансового ринку	Стає нормою фінансової по- ведінки	Регулюєть- ся. Пруден- ційний на- гляд
Участь фін. установ в опосередку- ванні спеку- лятивних гро- шових потоків	Відсутня	Підвищується зі зростанням державного внутрішнього боргу	Досягає мак- симуму у 1998 р.	Знижується через запрова- дження прак- тики обмежен- ня інфляції	Обмежуєть- ся регулято- рами
Міжсекторна спрямованість фінансових потоків	Розподіл згі- дно з плана- ми і завдан- нями	Опосередку- вання процесів перерозподілу держ. власності через фондові біржі	Зосередження основних фі- нансових по- токів у комп- аніях реаль- ного сектору	Переорієнтація фінансових ре- сурсів на спо- живче креди- тування	Активізація інвестицій- ної діяльно- сті
Структура фі- нансових ін- вестицій як індикатор до- віри до фінан- сових установ	Заощаджен- ня в Ощад- банку, висо- кий ступінь ліквідності і безпеки	Зростання за- ощаджень до- могосподарств у депозитах і цін- них паперах, зниження рів- ня ліквідності і правового захисту	Високий рі- вень готівки, низький рівень вкладень у де- позити і цінні папери, фор- мування сис- теми гарантій надійності і збереження заощаджень	Збільшення вкладень у фі- нансові активи, зниження рівня ліквідності і гарантування повернення коштів	Удоскона- лення сис- теми захис- ту прав споживачів фінансових послуг і га- рантування інвестицій
Створення нових спосо- бів акумуляції грошових ко- штів	Відсутня	Отримання доходів за ра- хунок пору- шення догові- рних зоб'язань із залучення грошових ре- сурсів	Ускладнення впровадження інноваційних способів залу- чення фін. ресурсів через низький рі- вень довіри до фін. установ	Розширення сфери роздріб- них фін. послуг на основі інте- грації фін. установ з ви- користанням фін. інжині- рингу	Вдоскона- лення фі- нансового сервісу

і 2 казенних іпотечних банки, 10 акціонерних комерційних банків, 70 міських громадських банків, 911 ощадно-кредитних асоціацій, 2 181 кредитне товариство, 5 кооперативних банків, 5 кредитних централей, 4 ломбарди, 100 казначейств, 8 приватних банківських контор. У другій половині XIX ст. набули розвитку також і дисконтні контори, які купували боргові цінні папери з подальшою їхньою реалізацією на ринку капіталу, а також контрактів ярмарки, на яких укладались угоди між позичальниками і власниками капіталу. На початок XX ст. депозитні установи розташовувались у 350 населених пунктах, що були розташовані на сучасній території України.

1812 р. у Феодосії було створено перше страхове товариство, а наприкінці XIX ст. функціонувало вже 13 акціонерних товариств (страховий захист від пожежі), 34 товариства земського страхування, 9 міських товариств взаємного страхування від вогню, 2 товариства взаємного страхування життя, 3 товариства взаємного морського страхування, а також філії провідних страховиків Російської імперії, США, Великобританії, Німеччини і Франції. Формується система недержавного пенсійного забезпечення і соціального страхування через створення страхових кас, пенсійних фондів і приватних товариств взаємного страхування. За даними перепису населення 1897 р., у сфері фінансового ринку працювало у: Петербурзі 2 890 осіб (0,22 % населення); Москві – 2 078 (0,2 %), Одесі – 426 (0,1 %); Києві – 619 (0,25 %); Харкові – 332 (0,2 %).

Активно розвивається ринок цінних паперів, особливо під час ажіотажного створення акціонерних товариств наприкінці 1860-х – на початку 1870-х рр., що стало наслідком «Грюндерського буму» в Німеччині, коли почали активно випускатись і продаватись цінні папери, особливо акції. 1873 р. виник «Грюндерський крах», який з'явився в Австрії, а потім поширився у Німеччині і вилився у світову фінансову кризу, яка тривала близько двадцяти років. У цей час став формуватись середній клас населення, який став потужним індивідуальним інвестором. На початку XX ст. на території сучасної України функціонувало 11 фондових бірж (торгівля привілейованими і простими акціями,

корпоративними облігаціями, державними борговими цінними паперами) за основної участі у торгах страхових компаній і банків. До Першої світової війни (1914–1918 рр.) на території підросійської України працювало 3 660 кредитних установ різного типу. Серед них було 161 відділення акціонерних банків і банківських контор та 316 товариств взаємного кредиту, а загалом у межах українських губерній діяло 477 кредитних фірм.

Подальший розвиток фінансового ринку в Україні має певну еволюцію (табл. 2.5).

Перший етап (1920–1987 рр.) – адміністративно-командна економіка. Дореволюційний розвиток фінансового сектору був призупинений запровадженням політики «воєнного комунізму», коли було ліквідовано приватну власність на засоби виробництва і націоналізовано фінансові установи.

Потрібно відмітити, що єдиного плану оздоровлення і реорганізації фінансової системи на той час не існувало, самі ідеї часто носили утопічний характер, як, наприклад, пропозиції *М. Бухаріна* і *Г. П'ятакова* щодо відмови від грошей.

У квітні 1918 р. *В. Леніним* розроблено «Тези банківської політики», де було запропоновано перетворити банки у єдиний апарат рахівництва і регулювання соціалістично організованого господарського життя всієї країни. Із проголошенням 1920 р. Постанови Наркомфіну УСРС «Про порядок ліквідації кредитних установ» виникла потреба у ліквідації приватних установ і встановлення державного монопольного права на надання фінансових послуг. 1921 р. було створено Державний банк СРСР (Держбанк) з мережею державних ощадкас, а також Всеросійський кооперативний банк (Всекобанк), Центральний банк комунального господарства і житлового будівництва (Цекомбанк), Центральний сільськогосподарський банк (Сільгоспбанк), а також Банк довгострокового кредитування промисловості та електрогосподарства (Промбанк), які мали проводити фінансові операції через мережу відділень Держбанку без права створювати власні філії. У подальшому, відповідно до указу Верховної Ради СРСР від 07.04.59, було укрупнено систему спеціалізованих банків із ліквідацією Сільгоспбанку і Зовнішторгбанку і передачею їхніх функцій

Держбанку, реорганізацією Цеккомбанку і Промбанку у єдину спеціальну банківську установу – Всесоюзний банк фінансування капітальних вкладень (Будбанк).

На відміну від банків кредитні спілки та ощадно-кредитні асоціації проіснували значно довше. Після виходу у світ праці В. Леніна «Про кооперацію» розвиток кредитних кооперативів було визнано одним із завдань непу, і наприкінці 1928 р. система кредитної кооперації налічувала 5 093 установи й охоплювала практично половину селянських господарств України. Проте влітку 1929 р. пайові внески кредитних спілок було експропрійовано, ці установи ліквідовано, а на їхній базі створено районні відділення Держбанку.

Націоналізація депозитних фінансових установ супроводжувалася відповідними трансформаційними процесами у сфері недепозитного посередництва. Так, 18 вересня 1925 р. було покладено початок ліквідації приватних страхових компаній і встановлення державного монопольного права на здійснення всіх видів страхування за допомогою створення Держстраху, на який було покладено здійснення операцій через свої районні відділення й опосередковано філії Держбанку. Було ліквідовано установи пенсійного і соціального забезпечення. Згідно з Постановою Раднаркому СРСР від 10.09.33 вони передали всі свої накопичені кошти, майно і документацію обласним радам профспілок, а з 1939 р. обов'язки зі сплати пенсійних внесків переклалися з робітників на підприємства-роботодавців.

Щодо ринку цінних паперів, то у період непу випускалась обмежена кількість державних облігацій та акцій. Надалі обіг державних боргових зобов'язань став носити добровільно-примусовий характер. До Другої світової війни, перших повоєнних років і до кінця 50-х рр. використовувались виграшні позики з наступним періодичним погашенням облігацій, проте ставало очевидним, що уряду важко обслуговувати борг перед населенням. Тож випуск цих інструментів було зупинено, а виплати заморожено. Єдиним видом цінних паперів були облігації державної трьохвідсоткової виграшної позики, які продавались через систему ощадних кас.

Другий етап (1988–1995 рр.) – формування ринкового механізму¹. Із прийняттям Закону СРСР «О кооперации в СССР» (1988) було створено перші комерційні банки, а також страхові організації, частка яких у загальній системі страхування упродовж 1988–1989 рр. не перевищувала 1 %. Надалі діяльність фінансових корпорацій почало регламентувати «Положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью» (1990). У цей самий період у СРСР було надано право випускати акції підприємств і прийнято ухвалу про створення спеціального управління цінними паперами у Держбанку СРСР, а потім Радою Міністрів СРСР було прийнято Постанову «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг», яка внесла хаос у ці процеси і практично ототожнила акції з кредитними квитками участі.

Природно, що випереджального розвитку набули банки, оскільки були сформовані за часів адміністративно-командної системи, а надалі відбулось їхнє реформування, що мало такі наслідки:

– збільшення кількості банківських установ з 90 на початок 1992 р. до 230 у 1995 р., проте мізерний обсяг банківських капіталів. На той час 1 млрд дол. для всієї вітчизняної банківської системи порівнювався з капіталом середнього польського банку, а вся банківська система Польщі – п'ятнадцятим банком Німеччини. У 1991–1993 рр. діяльність українських банків була надзвичайно примітивною і нагадувала операції західноєвропейських торгових банків XVIII ст., вони боролися між собою, а мета боротьби – участь окремих банків у використанні фінансових ресурсів, залучених і отриманих державою за лінією міжнародних кредитів, допуск на аукціони із розміщення державних облігацій, які проводив НБУ, участь в операціях на міжбанківському валютному ринку;

¹ Визначальні риси: початок приватизації державних підприємств; рідкість і нестійкість фінансових інститутів; масова поява псевдоринкових структур; екстремальні ризики; порушення прав інвесторів; гіперінфляція; обмежена кількість фінансових інструментів і їхня низька ліквідність тощо.

– кредитування до трьох місяців, а в окремих випадках і до одного місяця, що пояснювалось високою інфляцією; величезні депозитні і кредитні ставки, що були одними із найвищих у світі, особливо 1994 р.; зниження частки кредитів до ВВП з 83,2 % 1992 р. до 15,5 % 1995 р.;

– зростання частки кредитів реальному сектору та домогосподарствам у валюті;

– поступове підвищення ефективності регулювання банківської діяльності з боку НБУ та Асоціації комерційних і кооперативних банків України (1990), яку згодом було перетворено в Асоціацію українських банків.

Розвиток учасників фінансового ринку мав забезпечуватися ринком цінних паперів. Його основними рисами на той момент були:

1) організація перших фондових бірж: Української фондової біржі (1991), Київської міжнародної фондової біржі (1995), Української міжбанківської валютної біржі (1995). Матеріальним підґрунтям для їхнього розвитку стали первинні розміщення цінних паперів. 1995 р. з'являються псевдобіржі – Центри сертифікатних аукціонів, які сприяли приватизації промислових підприємств;

2) створення 1995 р. Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), проте її поява запізнилась на три роки і була спричинена великою мірою скандалами, пов'язаними із трастами;

3) поява саморегульованих організацій, таких як: Українська асоціація торговців цінними паперами (1992), яка 1995 р. об'єднала 45 членів із 14 областей України; Українська асоціація довірчих товариств, інвестиційних фондів та компаній (1994) із 43 організацій; Українська асоціація інвестиційного бізнесу (1995), що об'єднувала 130 компаній.

Третій етап (1996–1999 рр.) – формування ринково зорієнтованої взаємодії¹. На розвиток грошово-кредитного ринку вплинули:

¹ Визначальні риси: набуття досвіду у сфері ведення фінансової діяльності; збільшення активів фінансових інститутів і власності у фінансових пірамі-

– реалізація проекту Світового банку щодо структурної перебудови фінансового сектору (15.09.98–31.12.2000) обсягом 300 млн дол. У результаті було прийнято Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV «Про Національний банк України», проте цей банк залишався одним із небагатьох центральних банків світу, яких позбавлено права безспірного стягнення штрафів за порушення нормативів обов'язкових резервів, а також не було розподілено повноваження між його керівними органами;

– зниження частки безготівкових депозитних коштів в агрегаті M2. Населення віддавало перевагу готівці, а не депозитам (співвідношення готівка/депозити збільшилось 1992–1997 рр. з 0,25 до 0,97); вона у структурі грошової маси зросла з 20 до 49,2 %, що сприяло зростанню тіньового сектору економіки. У практиці функціонування фінансових ринків між рівнями монетизації економіки і капіталізації ринку цінних паперів існує позитивна кореляція: з насиченням економіки грошима відбувається збільшення капіталізації;

– поява системних банків з активами понад 1 млрд грн (Промінвестбанк, «Україна», Укрсоцбанк, Ощадбанк, Укрексімбанк, «Аваль», Приватбанк і ПУМБ). Проте їхній кредитний портфель становив близько 45 % робочих активів, що є недостатнім, а 30 % чистих активів припадало на кореспондентські рахунки в НБУ, в інших банках, готівку в касі. Проблемні кредити у всіх банках становили 20–23 %. На початок 2000 р. ці фінансові установи сформували 63 % необхідних резервів на покриття збитків за кредитними операціями обсягом у 1,7 млрд грн, що засвідчувало їхню платоспроможність і зацікавленість у розширенні кредитування;

– зростання частки довгострокових кредитів з 10,7 % 1995 р. до 22,4 % 1999 р., валютних – з 25,7 до 51,5 % сукупних кредитів. Валютообмінні послуги для домогосподарств надавали 2 302 пункти обміну валют, з яких тільки 46 % належали банкам, а інші працювали з банками на основі агентських угод.

дах; реалізація циклу динаміки (зростання активів сектору 1996–1997 рр. – фінансова криза 1997–1998 рр. – перехід до зростання 1998–1999 рр.).

Надзвичайно важливу роль у розвитку фінансового ринку відіграв, власне, ринок цінних паперів і його інститути, що пояснюється прийняттям:

1) Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», постанови Кабінету Міністрів України «Про заходи щодо розвитку фондового ринку та вдосконалення його державного регулювання» та ін., які певною мірою впорядкували діяльність учасників;

2) Закону України від 10.12.1997 № 710/97-ВР «Про Національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» й активізацією депозитарної діяльності. 1997 р. було створено «Міжрегіональний фондовий союз», а 1999 р. – Національний депозитарій України із запровадженням нумерації (кодифікації) цінних паперів. Проте на ринку спостерігалось тотальне домінували документарних цінних паперів, що робило ринок малопривабливим.

Четвертий етап (2000 р. – перша половина 2008 р.) – формування інноваційно активної взаємодії¹. Він відзначився тим, що 7 грудня 2000 р. було прийнято Закон України «Про банки і банківську діяльність», який мав в основі систематизований підхід до створення, діяльності, реорганізації та ліквідації банків. Найбільшої активності банки досягли 2005–2007 рр., коли статутний капітал зростав на 55 % у середньому на рік, обсяги залучених ресурсів – на 50 %, кредитний портфель – на 69 %. За досліджуваний період їхній прибуток зріс у 12 разів. Частка внутрішніх кредитів приватному сектору у ВВП зросла за 2000–2007 рр. з 23,8 до 61,1 % (проте це нижче за аналогічний показник у США у 4 рази, Великобританії – 3, Німеччині – 2).

¹ Визначальні риси: зростання реінвестування і капіталізації компаній; подолання негативних наслідків приватизації; визнання України країною з ринковою економікою і виключення з чорного списку *FATF*; поширення світової фінансово-економічної кризи, яка «стала «перевіркою на міцність» фінансового сектору України, а з іншого – загострила його проблеми, яким і за умов економічного зростання не приділялося достатньої уваги.

Незважаючи на стрімкі темпи зростання кількісних параметрів розвитку грошово-кредитного ринку, саме він виявився найбільш ураженим фінансовою кризою, що пояснюється:

- підвищенням активності вітчизняних банків на ринках міжнародних запозичень: 2007 р. їхні запозичення становили майже третину від загального валового зовнішнього боргу України. За 2003–2006 рр. частка цієї заборгованості зросла з 7,3 до 25,8 %, тобто у 3,5 раза;

- розширенням кредитної діяльності і диспропорції у нарощуванні капіталу. 2006 р. кредитні вкладення збільшилися на 75 %, а регулятивний капітал – лише на 56 %. 2008 р. темпи зростання другого призупинилися, а надалі значно випередили перші. Напередодні кризи кредити, надані фізичним особам, становили третину обсягу сукупного кредитного портфеля банків країни, тоді як 2005 р. – лише 15 %. У цей же період кількість проблемних кредитів (прострочених і сумнівних) рекордно зросла: з 4 456 млн грн 2007 р. до 54 757 млн грн на 01.10.2009, тобто більше ніж у 12 разів;

- доларизацією економічної діяльності, що сягнула 65 %. В умовах стабільності гривні валютні кредити стали зростати: 2006 р. їхній обсяг зріс на 95,4 %, 2007 р. – на 75,4 %. Динаміка зростання позичок у гривні становила 52,3 і 72,7 %, відповідно;

- економічно невиправданим розширенням мереж філій і відділень, а також незбалансованими політикою управління ризиками і стандартами управління. У підсумку досягнення окремими банками критичного розміру нормативу адекватності капіталу у 10,5–11 % в середньому за системою у 16,8 %.

Період з 2000 р. став визначальним для розвитку в Україні і недепозитних фінансових посередників, що було пов'язано з базовими змінами у їхньому функціонуванні:

- прийняття базових законів України від 12.07.2001 № 1057-IV «Про фінансові послуги і державне регулювання ринків фінансових послуг» і від 23.02.2006 № 3480-IV «Про цінні папери та фондовий ринок»;

- прийняття законів для окремих фінансових установ: від 15.03.2001 № 2299-III «Про інститути спільного інвестування

(пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»; від 04.10.2001 № 2745-III «Про внесення змін до Закону України «Про страхування»; від 09.07.2003 № 1057-IV «Про недержавне пенсійне забезпечення»; від 11.12.2003 № 1381-IV «Про фінансовий лізинг»;

– створення 2002 р. спеціалізованого регулятора – Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг (Держкомфінпослуг); врегулювання діяльності недепозитних фінансових установ.

П'ятий етап (друга половина 2008 р. – дотепер) – забезпечення фінансової безпеки¹ – характеризується подоланням кризових подій і забезпеченням стійкості фінансових установ. У табл. 2.2 наведено чинники поширення світової фінансової кризи на фінансовому ринку України, що вимагало визначення пріоритетів антикризової політики, зокрема:

– прийняття Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року, Стратегії реформування державного регулювання ринків небанківських фінансових послуг на 2015–2020 роки;

– прийняття Закону України від 31.10.2008 «Про першочергові заходи щодо запобігання негативних наслідків фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України» і розроблення НБУ плану антикризових заходів з нормалізації ситуації на валютному ринку, оздоровлення банківського сектору і підтримання реального сектору економіки;

– встановлення нових вимог до банків: збільшення мінімального розміру регулятивного капіталу до 120 млн грн; встановлення підвищених вимог до розміру регулятивного капіталу для здійснення окремих операцій (120–180–240 млн грн);

– націоналізація ряду банків і зростання обсягів корпоративних прав держави;

– регламентація процедури призначення тимчасової адміністрації у банку, визначення можливості створення санаційного

¹ Характерні риси: посткризове відновлення економіки, перехід до більш зрілого стану фінансового сектору, нормалізації його параметрів, підвищення вимог до фінансової діяльності з метою подолання проблем у їхній реалізації.

банку, який не є учасником Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, встановлення порядку і черговості задоволення вимог кредиторів у випадку відкликання банківської ліцензії та ініціювання процедури ліквідації банку (зміни до Закону України від 24.07.2009 № 1617-VI «Про банки та банківську діяльність»);

Таблиця 2.2

Чинники поширення світової фінансової кризи на фінансовому ринку України

Чинники	Ознаки	Механізм негативного впливу
Фінансова лібералізація	1) зняття обмежень на присутність іноземного капіталу на фінансовому ринку без належного державного регулювання; 2) відсутність контролю за кредитуванням і відсотковими ставками	Обвал ринку капіталу і недостатність ліквідності фінансових установ через виведення іноземних капіталів з сектору
Фінансова глобалізація	1) інтеграція фінансових ринків; 2) збільшення трансграничних потоків капіталу; 3) розповсюдження фінансового інжинірингу, похідних і структурованих фінансових інструментів	1) розповсюдження негативних тенденцій в усіх регіонах світу; 2) активне використання позичкових коштів і наражання на більший ризик; 2) утворення «фінансових бульбашок» на строковому ринку
«Провали» ринку капіталу і фінансового сектору	1) недостатній рівень капіталізації фінансових установ; 2) висока питома вага ризикових активів і дефіцит стійких пасивів; 3) недостатній досвід ризик-менеджменту і хеджування; 4) переважання неорганізованого ринку цінних паперів над організованим	1) стрімке зниження рівня ліквідності і капіталізації; 2) втрати через недостатність оцінювання ризиків; 3) недостатність ліквідності за рахунок спекулятивних операцій
«Провали» фінансової політики	1) відсутність належної системи рефінансування банків; 2) недостатність фінансування економічного розвитку і людського потенціалу; 3) застарілі методи розв'язання проблем; 4) наявність суттєвих протиріч між монетарними і неоконсервативними підходами	1) деградація галузей, що працюють на внутрішньому ринку; 2) формування грошової бази за рахунок іноземних кредитів; 3) низька норма накопичення; 4) бюджетний дефіцит і девальвація гривні; 5) низький інноваційний потенціал економічних процесів

- прийняття Закону України від 01.06.2010 № 2297-VI «Про захист персональних даних»;
- створення 2011 р. Національної комісії, що здійснює державне регулювання ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг);
- прийняття Закону України від 23.02.2012 № 4452-VI «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб»;
- прийняття Закону України від 14.10.2014 «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення»;
- прийняття Закону України від 15.11.2016 «Про споживче кредитування»;
- прийняття Розпорядження Нацкомфінпослуг від 19.04.2016 «Про затвердження Положення про розкриття фінансовими установами інформації в загальнодоступній інформаційній базі даних про фінансові установи та на веб-сайтах (веб-сторінках) фінансових установ та про внесення змін до Положення про Державний реєстр фінансових установ»;
- прийняття Закону України від 23.03.2017 № 1985-VIII «Про спрощення процедур реорганізації та капіталізації банків»;
- прийняття Постанови Правління НБУ від 11.06.18 «Про затвердження Положення про організацію системи управління ризиками в банках України та банківських групах».

Зазначені заходи визначають нині функціонування фінансового ринку в Україні, а також забезпечують його стабільність. При цьому характерні диспропорції, що перешкоджають ефективному функціонуванню та впливу ринку на соціально-економічний розвиток, зокрема: 1) непропорційне щодо реального сектору зростання активів фінансових установ; 2) домінування короткострокових форм інвестування; 3) відрив потоків капіталу від потоків товарів і послуг; 4) ускладнення контролю за діяльністю суб'єктів ринку; 5) суттєве ослаблення ліквідності його сегментів; 6) домінування спекулятивних складових у структурі фінансових потоків; 7) відтік ресурсів із реального сектору до фінансового. Подолання або послаблення таких диспропорцій вимагає

розбудови системи регулювання фінансового ринку. Одночасно саме ці диспропорції визначають і вибір конкретних методів та ключові напрями такого регулювання.

Контрольні запитання

1. Що виступило каталізатором розвитку фінансових відносин та фінансового ринку у стародавньому світі?
2. Чим характеризувався античний період щодо розвитку фінансового ринку?
3. У чому полягає специфіка фінансових посередників Стародавньої Греції та Риму?
4. У якій країні історично виникла банківська справа?
5. Які суттєві інновації було запроваджено на фінансовому ринку у Середньовіччі?
6. Що спричинило появу похідних фінансових інструментів?
7. Які визначальні риси були характерними для розвитку фінансового ринку Нідерландів у XVII ст.?
8. Де було побудовано спеціальну будівлю, що отримала назву «біржа»?
9. У чому полягала специфіка вуличної торгівлі цінними паперами у США наприкінці XIX – початку XX ст.?
10. Які чинники спричинили активний початковий розвиток фінансового ринку в США?
11. Якими були причини обвалу ринку цінних паперів та Великої депресії у США?
12. Чим можна пояснити розвиток іпотечного ринку у післявоєнний період?
13. Що стало наслідком поширення свопів на національних фінансових ринках?
14. Якими є причини виникнення та поширення світової фінансової кризи 2008 р.?
15. Якими є еволюційні чинники розвитку фінансового ринку на теренах України?
16. Як можна охарактеризувати розвиток фінансових установ за часів адміністративно-командної економіки?

17. Чому у період формування ринкового механізму в Україні найбільшого розвитку набули банки?

18. У чому полягають чинники поширення світової фінансової кризи на фінансовому ринку України?

19. У чому полягають пріоритети антикризової політики на фінансовому ринку України?

20. Якими рисами характеризується сучасний ринок цінних паперів в Україні?

Тести

1. Основним каталізатором розвитку фінансових відносин та фінансового ринку у стародавньому світі стала потреба у:

- а) додаткових фінансових ресурсах;
- б) торговельному капіталі;
- в) вкладенні надлишкового капіталу у фінансові активи;
- г) правильної відповіді немає.

2. Регульовані державою брокери «courratiers de change» займались у Франції:

- а) організацією вексельних ярмарків;
- б) розрахунками між торговцями;
- в) управлінням боргом сільськогосподарських комун;
- г) правильної відповіді немає.

3. Перші банкноти були випущені:

- а) Амстердамським банком;
- б) Банком Св. Георгія;
- в) Стокгольмським банком;
- г) правильної відповіді немає.

4. Першою «мильною бульбашкою» в історії фінансового ринку став крах:

- а) Нідерландської Ост-Індської акціонерної компанії;
- б) Амстердамської біржі;
- в) «Компанії Південного моря»;
- г) правильної відповіді немає.

5. Федеральну резервну систему США було створено:

- а) 1913 р.;
- б) 1899 р.;
- в) 1922 р.;
- г) правильної відповіді немає.

6. Основною новацією американського Банківського акта 1933 р. (закону Гласса – Стіголла) стало:

- а) введення класифікацій банківських активів і вимог до капіталу;
- б) визначення вимог до розкриття інформації банками;
- в) поділ банків на інвестиційні та кредитно-депозитні;
- г) правильної відповіді немає.

7. Цінні папери провідних високотехнологічних компаній проходять котирування переважно у системі:

- а) Американської фондової біржі;
- б) Нью-Йоркської фондової біржі;
- в) Автоматизованих котирувань Національної асоціації дилерів цінних паперів;
- г) правильної відповіді немає.

8. До інституційних інвесторів відносять:

- а) кредитні спілки;
- б) органи виконавчої влади;
- в) страхові компанії;
- г) правильної відповіді немає.

9. Перші приватні банки в Україні почали створюватися:

- а) 1991 р.;
- б) 1988 р.;
- в) 1995 р.;
- г) правильної відповіді немає.

10. Основними чинниками поширення фінансової глобалізації виступають:

- а) інтеграція фінансових ринків;

- б) збільшення трансграничних потоків капіталу;
- в) розповсюдження фінансового інжинірингу, похідних і структурованих фінансових інструментів;
- г) усі відповіді правильні.

Список рекомендованих джерел

1. Вайн С. Глобальный финансовый кризис: механизмы развития и стратегии выживания / С. Вайн. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2009. – 302 с.

2. Бернстайн П. Фундаментальные идеи финансового мира: Эволюция / П. Бернстайн; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2009. – 247 с.

3. Гончаренко В. В. Кредитна кооперація: Форми економічної самопомоги сільського та міського населення у світі та в Україні (теорія, методологія, практика) : монографія / В. В. Гончаренко. – К. : Глобус, 1998. – 325 с.

4. Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен ; пер. с англ. – 2-е изд. перераб. и доп. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2009. – 520 с.

5. Коваленко Ю. М. Вплив фінансової інженерії на глобальну фінансову кризу / Ю. М. Коваленко // Ринок цінних паперів. – 2010. – № 1–2. – С. 57–62.

6. Коваленко Ю. М. Етапи інституційних трансформацій у банківській системі на теренах України / Ю. М. Коваленко // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». – Острог, 2015. – Вип. 85. – С. 119–124. – (Серія «Економіка»).

7. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки : монографія / Ю. М. Коваленко. – Ірпінь : НУДПСУ, 2013. – 608 с.

8. Коваленко Ю. М. Сучасні тенденції процесу сек'юритизації іпотечних активів / Ю. М. Коваленко, В. О. Пшеничний // Науковий вісник НУДПСУ (економіка, право). – 2010. – № 1(48). – С. 80–85.

9. Коваленко Ю. М. Формування інституційних передумов розвитку фінансового сектору економіки / Ю. М. Коваленко // Економіка України. – 2011. – № 7. – С. 49–60.

10. Коваленко Ю. М. Функціонування фондового ринку України в сучасних умовах [Електронний ресурс] / Ю. М. Коваленко, А. М. Воробей // Збірник наукових праць НУДПСУ. – Ірпінь : НУДПСУ, 2015. – № 1. – С. 112–120. – Режим доступу : http://www.nbu.gov.ua/e-journals/Znprnudps/2015_1/zmist.html.

11. Мандельброт Б. (Не)послушные рынки: фрактальная революция в финансах / Б. Мандельброт, Р. Л. Хадсон ; пер. с англ. – М. : Изд. Дом «Вильямс», 2006. – 400 с.

12. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С. З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – 240 с.

13. Рота П. Історія банків. Історія старовинних банківських установ у древніх греків і римлян, у середньовічних італійців, а також у Голландії та Німеччині XVII і XVIII ст. / П. Рота ; з примітками та доповненнями І. І. Кауфмана ; пер. та ред. І. Б. Івасіва. – К. : КНЕУ, 2015. – 133 с.

14. Рубцов Б. Современные фондовые рынки : учеб. пособ. для вузов / Б. Рубцов. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.

15. Сорос Дж. Эпоха ошибок. Мир на пороге глобального кризиса / Дж. Сорос ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 202 с.

16. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты : учеб. пос. / под редакцией Г. Н. Белоглазовой, Л. П. Кроливецкой. – СПб. : Питер, 2014. – 384 с.

17. Bernstein Peter L. Capital idea evolving / Bernstein Peter L. – Hoboken, NJ : John Wiley & Sons, 2007. – 288 p.

18. Hill C. A. Securitization : A Low-Cost Sweetener for Lemons / C. A. Hill // Washington University Law Quarterly. – 1996. – № 4, vol. 74. – P. 1112–1125.

19. Minsky H. P. Stabilizing an Unstable Economy / H. P. Minsky // Journal of Economic Behavior&Organization. – 1999. – P. 129–158. – June.

20. Rajan R. G. The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the 20th Century [Электронный ресурс] / R. G. Rajan, L. Zingales // OECD, Economics Department Working Papers. – № 265. – ECO/WKP (2000)38. – Режим доступа : www.oecd.org.

21. Stiglitz J. E. Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy / J. E. Stiglitz. – New York : W. W. Norton & Co., 2010. – 361 p.

22. Taleb N. N. Antifragile: Things That Gain from Disorder / N. N. Taleb. – New York : Random House, 2012. – 713 p.

23. Wessel D. Lessons Frothed Housing Bubble [Электронный ресурс] / D. Wessel // Wall Street Journal. – 2008. – May, 28. – Режим доступа : <http://online.wsj.com/article/capital.html>.

24. Wray L. R. Lessons from the Subprime Meltdown / L. R. Wray // Economics Working Paper. – 2007. – № 522. – P. 13–42.

РОЗДІЛ 3

СУБ'ЄКТИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

- 3.1. Суб'єкти фінансового ринку та їхня класифікація.
- 3.2. Депозитні та недепозитні фінансові посередники.
- 3.3. Допоміжні та інші фінансові корпорації.
- 3.4. Моделі фінансових ринків за суб'єктним підходом.

3.1. Суб'єкти фінансового ринку та їхня класифікація

На фінансовому ринку існує велика різноманітність учасників, кожний з яких виконує свої функції. При цьому будь-яка організаційна структура національного ринку має відповідати міжнародним підходам, зокрема Системі національних рахунків (далі – СНР (*SNA*'2008)), а також вітчизняному законодавству – Класифікації інституційних секторів економіки України (далі – КІСЕ), Класифікації видів економічної діяльності (далі – КВЕД), законам України від 07.12.2000 № 2121-III «Про банки та банківську діяльність», від 12.07.2001 № 2664 «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», від 23.02.2006 № 3480-IV «Про цінні папери та фондовий ринок» тощо (табл. 3.1).

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*¹ – інституційні одиниці, основною діяльністю яких є виробництво ринкових товарів чи надання нефінансових послуг;

¹ У СНР термін «корпорація» використовується в більш широкому сенсі, ніж суто юридичному. Це всі одиниці, які: можуть отримувати прибуток

Організаційна структура фінансового ринку в Україні

ФІНАНСОВИЙ РИНОК				
Споживачі/постачальники фін. ресурсів	Фінансові посередники	Допоміжні фінансові корпорації	Інші фінансові корпорації	Регулятори
	ФІНАНСОВИЙ СЕКТОР			
Уряд. Регіональні і місцеві органи управління. Державні нефінансові корпорації. Інші нефінансові корпорації. Інші фінансові корпорації. Домогосподарства. Некомерційні організації, що обслуговують домогосподарства	Депозитні: НБУ. Банківські установи. Кредитні спілки. Недепозитні: Інститути спільного інвестування. Недержавні пенсійні фонди. Страхові компанії. Інші кредитні установи. Юридичні особи публічного права. Фінансові компанії	На ринку цінних паперів: Брокери з цінних паперів. Управляючі цінними паперами. Андерайтери. Компанії з управління активами. Депозитарії. Депозитарні установи. Організатори торгівлі. Клірингові установи. У сфері страхування та недержавного пенсійного забезпечення (НПЗ): Страхові агенти. Страхові та перестрахові брокери. Аварійні комісари. Актуарії. Адміністратори недержавних пенсійних фондів. Консультанти із страхування та НПЗ. У сфері інформаційних послуг: Бюро кредитних історій Рейтингові агентства Інформаційні агентства Незалежні фінансові консультанти Інвестиційні радники Фінансові аналітики	Кептивні фінансові установи та кредитори грошей: Довірчі товариства. Холдингові компанії. Дочірні фірми, які заробляють капітал на відкритих ринках для материнських компаній. Лихварі. Ломбарди	Міністерство фінансів України. Національний банк України. Національна комісія, що здійснює державне регулювання ринків фінансових послуг. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Антимонопольний комітет України. Саморегулівні організації. Об'єднання професійних учасників

або інші фінансові вигоди для їхніх власників; визнані законом як юридичні особи, що відокремлені від їхніх власників, які мають обмежені зобов'язання; засновані для участі в ринковому виробництві.

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 щодо 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* (далі – 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.

Логічно, що **фінансовий сектор** – це частина економіки, що пов'язана з діяльністю фінансових корпорацій, які, власне, і забезпечують функціонування фінансового ринку. Згідно з СНР-2008 він включає всі резидентські корпорації, основна діяльність яких полягає у наданні фінансових послуг, включаючи послуги фінансового посередництва, послуги страхування та послуги пенсійного забезпечення, а також одиниці, які здійснюють види діяльності, що сприяють фінансовому посередництву.

СНР-2008 поділяє сектор фінансових корпорацій на три широких класи – фінансові посередники, допоміжні фінансові корпорації та інші фінансові корпорації з виділенням дев'яти окремих підсекторів (табл. 3.2).

Як показує досвід, в Україні відсутня більшість фінансових інститутів, що працюють на закордонних ринках і входять до складу фінансового сектору у СНР. Структуру цього сектору з віднесенням до нього суб'єктів фінансового ринку, що формують реєстри фінансових установ в Україні, наведено у табл. 3.2.

Структура сектору фінансових корпорацій у СНР-2008

	Фінансові корпорації
I. Фінансові посередники	<i>1. Центральний банк:</i> національний центральний банк; валютні поради або незалежні валютні органи, що здійснюють емісію національної валюти; центральні грошові агентства
	<i>2. Корпорації, що приймають депозити, крім центрального банку:</i> комерційні банки, універсальні банки, багатоцільові банки; ощадні банки; поштові жироустанови, поштові банки, жиробанки; сільські кредитні банки, сільськогосподарські кредитні банки; кооперативні кредитні банки, кредитні спілки; спеціалізовані банки або інші фінансові корпорації, якщо вони приймають депозити або випускають близькі аналоги депозитів
	<i>3. Фонди грошового ринку</i>
	<i>4. Інвестиційні фонди негрошового ринку</i>
	<i>5. Інші фінансові посередники, крім страхових корпорацій та пенсійних фондів:</i> фінансові корпорації, які займаються трансформацією активів у цінні папери; дилери, що займаються цінними паперами та похідними; фінансові корпорації, які займаються кредитуванням, включаючи фінансові асоціації підприємств роздрібної торгівлі, які можуть нести відповідальність за фінансовий лізинг і за особисті або комерційні фінанси; центральні клірингові організації партнерів; спеціалізовані фінансові корпорації, які надають: короткострокове фінансування для злиттів і поглинань корпорацій; фінансування експорту та імпорту; факторингові послуги; венчурний капітал і капітал для розвитку
II. Допоміжні фінансові корпорації	<i>6. Допоміжні фінансові корпорації:</i> страхові брокери, оцінювачі збитків і вимог, консультанти з питань страхування і пенсійного забезпечення; брокери з операцій з позиками та цінними паперами, консультанти з питань інвестування тощо; корпорації, що розміщують позики та керують випуском цінних паперів; корпорації, основною функцією яких є гарантування шляхом індосаменту векселів або аналогічних інструментів; корпорації, які займаються деривативами та інструментами хеджування; корпорації, що забезпечують інфраструктуру фінансових ринків; управляючі пенсійних фондів, взаємних фондів тощо; корпорації, що надають послуги фондової біржі та біржі страхування; бюро обміну іноземної валюти; НКО, що визнані як незалежні юридичні особи, які обслуговують фінансові корпорації; головні офіси фінансових корпорацій, які здебільшого займаються контролем фінансових корпорацій або їхніх груп, але самі не здійснюють операції фінансових корпорацій; центральні контролюючі органи фінансових посередників та фінансових ринків, якщо вони є окремими інституційними одиницями
III. Інші фінансові корпорації	<i>7. Кептивні фінансові установи та лихварі:</i> одиниці, які є юридичними особами, такі як трасти тощо; холдингові корпорації, які є тільки власниками активів групи дочірніх корпорацій, основним видом діяльності яких є володіння групою одиниць без надання будь-яких інших послуг підприємствам, власниками акціонерного капіталу яких вони є; одиниці, які надають фінансові послуги, використовуючи виключно власні кошти або кошти, надані спонсором широкому колу клієнтів, і приймають фін. ризик дефолту боржників (лихварі; корпорації, зайняті кредитуванням коштами від спонсора; ломбарди, які зайняті переважно кредитуванням)
	<i>8. Страхові корпорації</i>
	<i>9. Пенсійні фонди</i>

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 ефективно 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.*

СНР-2008 і Класифікація інституційних секторів економіки, з одного боку, відносить страхові компанії та недержавні пенсійні фонди до інших фінансових корпорацій, а з іншого – до фінансових посередників. З огляду на специфіку діяльності цих фінансових корпорацій включення їх саме до останнього підсектору є найбільш прийнятним.

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, андерайтери, 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* (саморегульовні організації та об'єднання професійних учасників).

III. Інші фінансові корпорації – інституційні одиниці, які надають фінансові послуги, але більшість їхніх 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.

За визначенням МВФ, фінансові корпорації відділяються від нефінансових уже на першому рівні розбивки економіки за підсекторами, оскільки їхня діяльність – сприяння спрямування коштів від кредиторів позичальникам – принципово відрізняється від інших видів виробничої діяльності. Це означає, що левову частину фінансової та страхової діяльності становить фінансове посередництво. Воно полягає у виробництві фінансових послуг і може бути їхньою сферою (наприклад, посередництво у сфері банківських послуг), а не їхнім різновидом. Зазначене підкреслює самостійну роль фінансового посередництва в економіці, адже фінансові інститути створюють додану вартість, вносять свою частку до ВВП, отже, не тільки визначають економічне зростання, але й генерують розширене відтворення.

Провідними західними дослідниками сутність та призначення фінансових посередників розкривається через віднесення до них:

1) фірм, основною функцією яких є забезпечення клієнтів фінансовими продуктами та послугами з більшою ефективністю, ніж вони могли б отримати від своїх безпосередніх операцій на фінансових ринках (банки, інші депозитно-ощадні установи, страхові компанії, пенсійні фонди, взаємні фонди, інвестиційні банки, фірми, які вкладають капітал у венчурні компанії, фірми, що управляють активами, фірми, що надають інформаційні послуги, тобто до фінансових посередників включено і допоміжні фінансові корпорації) (*З. Боді та Р. Мертон*);

2) фінансових інститутів, що акумулюють фонди від однієї групи інвесторів і роблять їх доступними для інших економічних одиниць (*Р. Колб і Р. Родрігес*).

Пропоновані визначення подібні до вітчизняних визначень фінансових посередників як:

– спеціалізованих професійних операторів фінансового ринку – кредитно-інвестиційних установ, що пропонують і реалізують фінансові послуги як особливий товар на умовах провадження виняткових і поєднаних видів діяльності (*В. Корнєєв*);

– великих фінансових структур, які допомагають юридичним і фізичним особам, що мають заощадження, диверсифікувати їх (тобто вкласти капітал у різні підприємства) (*С. Юрій і В. Федосов*);

– спеціалізованих інститутів, що опосередковують рух фінансових ресурсів, залучаючи їх шляхом розміщення фінансових інструментів власного випуску (в тому числі виражених у формі цінних паперів) серед індивідуальних інвесторів та вкладаючи акумульовані таким чином у різноманітні активи (*В. Зимовець і С. Зубик*);

– фінансових інститутів, які займаються придбанням на ринку одних фінансових активів і перетворенням їх на інші, які задовольняють певним вимогам (трансформація активів) (*В. Шелудько*).

Щодо класифікації фінансових посередників, то тут можна виділити кілька підходів. Західні економісти класифікують так:

1) депозитні інститути (банки), договірні ощадні інститути, інвестиційні посередники (*Ф. Мишкін*);

2) інвестиційні установи (взаємні фонди, фінансові компанії); контрактні заощаджувальні інститути (страхові компанії, пенсійні фонди); депозитні установи (комерційні банки, ощадні установи, кредитні спілки) (*Г. Габбард*);

3) установи депозитного типу, договірні ощадні установи, інвестиційні фонди та інші фінансові організації (*Д. Кідуелл, Р. Петерсон і Д. Блекуелл*);

4) депозитні (банки, ощадні інститути і кредитні спілки) та недепозитні фінансові інститути (фінансові конгломерати і філії, інвестиційні компанії і фонди, страхові компанії і пенсійні фонди) (*Р. Колб і Р. Родрігес*).

У вітчизняних працях здебільшого розрізняються фінансові посередники: банківські та небанківські (*В. Корнеєв; Р. Бачо*); банки та небанківські фінансові установи (*В. Левченко; І. Чуницька; М. Діба, А. Безун, О. Білошицький та Є. Поліщук*); депозитні (емісійні, інвестиційні, іпотечні та ощадні банки, ощадні та кредитні організації, кредитні спілки) та недепозитні (інвестиційні компанії, НПФ, страхові компанії тощо) (*С. Юрій та В. Федосов*);

банки, небанківські кредитні установи, небанківські фінансові установи (С. Науменкова та С. Міщенко). Існує думка, що типи фінансових посередників різняться залежно від моделі структурної організації фінансового сектору – ринково орієнтованої, банківсько орієнтованої та змішаної. Відповідно до першої моделі фінансові посередники поділяються на: депозитні інститути (комерційні банки, позикоощадні асоціації, траст-компанії, взаємноощадні банки, кредитні спілки); ощадні установи контрактного типу (страхові компанії, пенсійні фонди); інвестиційні посередники (інвестиційні банки, іпотечні банки, інвестиційні фонди, інвестиційні компанії, фінансові компанії), а другої – на банківські та небанківські фінансові установи, де останнім відведено другоградну роль (С. Черкасова).

З метою уникнення колізій щодо видів фінансового посередництва та, власне, самих фінансових посередників доцільним є виокремлення депозитних і недепозитних (страхових, інвестиційних та інших) інституційних одиниць, що відповідатиме СНР-2008 і вітчизняному законодавству в частині переліку фінансових і кредитних установ (рис. 3.1).

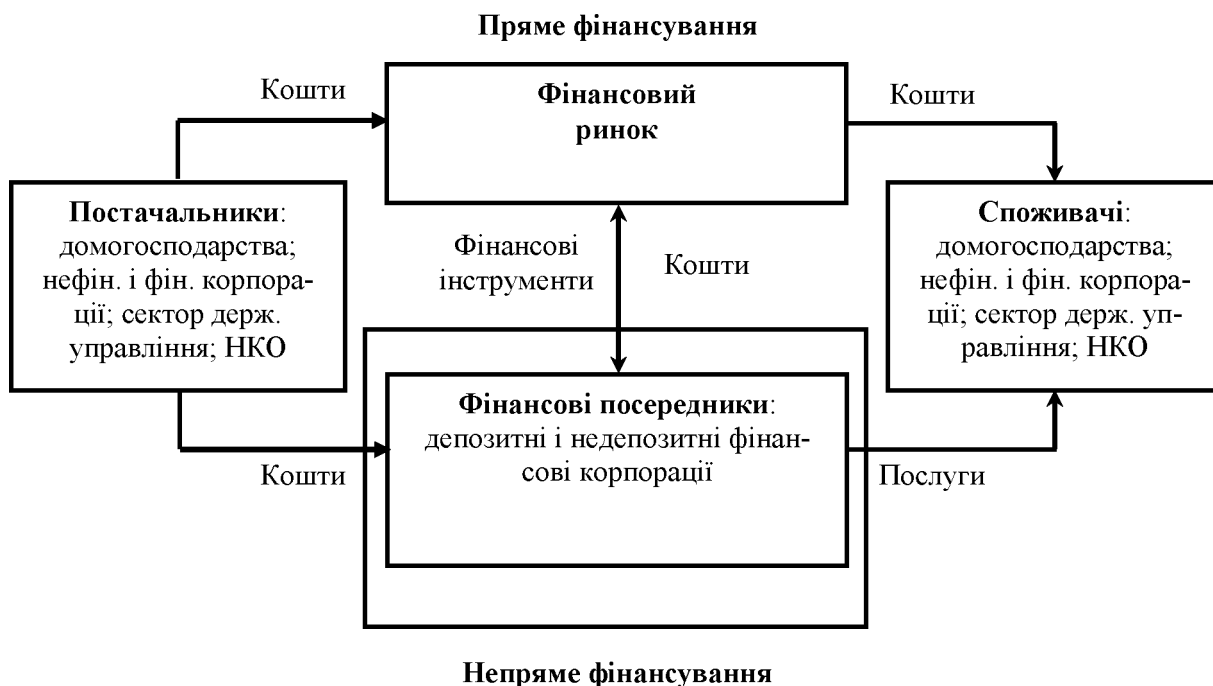


Рис. 3.1. Організація економічних процесів через механізм фінансового ринку

Отже, *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 з 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 ефективно нагромадження, управління та перерозподіл фінансових ресурсів через виробництво фінансових послуг.

Депозитний фінансовий посередник – це фінансова корпорація, яка має право за рахунок залучених депозитів надавати фінансові кредити на власний ризик, а *недепозитний* є фінансовою корпорацією, яка акумулює кошти юридичних і фізичних осіб у властивий їй спосіб (на договірних засадах або через продаж власних фінансових інструментів) і розміщує їх на ринку капіталу. Метою діяльності всіх посередників є забезпечення певного рівня прибутковості, безпеки, зростання та ліквідності.

Місце фінансових посередників у економічній системі проілюстровано на рис. 3.1. Канали прямого фінансування дозволяють рухатись вільним фінансовим ресурсам від їхніх власників до споживачів цих ресурсів за допомогою механізму функціонування фінансового ринку та використання його інструментів, наприклад придбання корпоративних прав. За непрямого фінансування кошти рухаються через учасників ринку фінансових послуг – фінансових посередників, які виробляють фінансові послуги та задовольняють попит споживачів цих послуг. Виробництво послуг, що носять допоміжний характер для фінансового посередництва, може здійснюватись у формі вторинної діяльності самими фінансовими посередниками або виконуватися спеціалізованими агентствами чи брокерами.

Діяльність фінансових посередників є необхідною як для постачальників і споживачів фінансового капіталу через:

– спрощення проблеми пошуку постачальника та споживача один одного;

- зниження ризику неповернення позичкових коштів або не-ефективних фінансових вкладень;
- зниження витрат споживача фінансових ресурсів на їхнє отримання за рахунок можливості вибору найбільш прийняттого фінансового посередника серед їхньої різноманітності;
- акумуляція фінансових ресурсів різних суб'єктів економіки у єдиний пул з подальшою диверсифікацією накопиченого капіталу у різні фінансові інструменти та інвестиційні проекти;
- забезпечення рівноваги на ринку через забезпечення ефективного попиту та пропозиції на фінансові ресурси;
- зменшення вартості фінансових операцій за рахунок універсалізації діяльності посередників;
- перерозподіл і зниження фінансових ризиків, оскільки у процесі купівлі-продажу фінансових інструментів вони торгують саме ризиками, перерозподіляють їх між консервативними, поміркованими та агресивними учасникам ринку, між менш схильними і більш схильними до ризику учасниками фінансових відносин.

Як вид економічної діяльності, фінансове посередництво одночасно з іншими видами діяльності належить до фінансової та страхової діяльності згідно з Класифікацією видів економічної діяльності України (табл. 3.3). Потрібно враховувати, що статистичні класифікації мають змінюватися принаймні один раз на 5–10 років. Поштовхом до останніх змін став *NAES (Rev.2)*, упроваджений Регламентом ЄС від 20.12.2006 № 1893/2006. У результаті новий КВЕД (ДК 009:2010) набув чинності в Україні з 01.01.2012. Якщо в попередньому класифікаторі діяльність фінансових корпорацій входила до секції *J* «Фінансова діяльність», то у новому – до секції *K* «Фінансова та страхова діяльність».

Таблиця 3.3

Статистична класифікація фінансової та страхової діяльності (секція К)

64. Надання фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення	64.1. Грошове посередництво	64.19. Інші види грошового посередництва	64.11. Діяльність центрального банку
	64.2. Діяльність холдингових компаній	64.20. Діяльність холдингових компаній	
64.3. Траси, фонди та подібні фін. суб'єкти	64.30. Траси, фонди та подібні фінансові суб'єкти		
	64.91. Фінансовий лізинг		
	64.92. Інші види кредитування		
64.9. Надання інших фін. послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення	64.99. Надання інших фінансових послуг (крім страхування та пенсійного забезпечення)		
	65.1. Страхування	65.11. Страхування життя	65.12. Інші види страхування, крім страхування життя
65. Страхування, перестрахування та НПЗ, крім обов'язкового соц. страхування	65.2. Перестрахування	65.20. Перестрахування	
	65.3. Недержавне пенсійне забезпечення	65.30. Недержавне пенсійне забезпечення	
	66.1. Допоміжна діяльність у сфері фін. послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення	66.11. Управління фінансовими ринками	66.12. Посередництво за договорами за цінними паперами або товарами
66. Допоміжна діяльність у сферах фінансових послуг і страхування	66.19. Інша допоміжна діяльність у сфері фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення	66.19. Інша допоміжна діяльність у сфері фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення	
	66.21. Оцінювання ризиків та завданої шкоди	66.21. Оцінювання ризиків та завданої шкоди	
	66.22. Діяльність страхових агентів і брокерів	66.22. Діяльність страхових агентів і брокерів	
	66.29. Інша допоміжна діяльність у сфері страхування та пенсійного забезпечення	66.29. Інша допоміжна діяльність у сфері страхування та пенсійного забезпечення	
66.3. Управління фондами	66.30. Управління фондами		

Деталізовану організаційну структуру фінансового ринку в Україні наведено у табл. 3.1. Він має досить розгалужену систему регулювання. З одного боку, основними державними органами-регуляторами на його сегментах виступають: 1) Національний банк України; 2) Національна комісія, що здійснює державне регулювання ринків фінансових послуг; 3) Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. У цілому ж фінансовий ринок підлягає регулюванню з боку Міністерства фінансів України, Антимонопольного комітету України, а також Державної фіскальної служби України в межах адміністрування податків. На ринку також присутні саморегулівні організації (далі – СРО) та об'єднання професійних учасників (далі – ОПУ), які є виразниками інтересів професійних учасників.

3.2. Депозитні та недепозитні фінансові посередники

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

Банківська система України складається з Національного банку України та інших банків, а також філій іноземних банків, що створені і діють на території України. У своїй діяльності вони керуються такими основними нормативно-правовими актами, як Конституція України, закони України від 20.05.1999 № 679-XIV «Про Національний банк України», від 07.12.2000 № 2121-III «Про банки і банківську діяльність», від 12.07.2001 № 2664-III «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», від 14.10.2014 № 1702-VII «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення», від 23.02.2012 № 4452-VI «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб», від 05.04.2001 № 2346-III «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні», від 01.06.2010 № 2297-VI «Про захист персональних даних», від 23.03.2017 № 1985-VIII

«Про спрощення процедур реорганізації та капіталізації банків» та інші.

Центральний банк, або «банк банків», наділений монополним правом грошової емісії, регулювання грошового обігу, кредиту та валютного курсу. З приводу його включення до сектору фінансових корпорацій, 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.

В умовах переходу до ринкової економіки Національний банк України був пов'язаний з урядом і цілком ним управлявся, тож його відносили до державного сектору. Нині, відповідно до Закону України «Про Національний банк України», він не відповідає за зобов'язання органів державної влади, а органи державної влади не відповідають за зобов'язання НБУ, крім випадків, коли вони добровільно беруть на себе такі зобов'язання. Він все більше наближається за своїми операціями до комерційних банків (видача кредитів на платній основі, регулювання курсу гривні через інтервенції на валютному ринку тощо), хоча продовжує виконувати деякі адміністративні функції (контроль за діяльністю банків, емісійна діяльність, видача ліцензій тощо). Тож віднесення НБУ до підсектору центрального банку може бути виправдане. Функції НБУ наведено у табл. 3.4.

Банк – юридична особа, яка на підставі банківської ліцензії має виняткове 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.

Функції Національного банку України

№	Функції
1.	Відповідно до розроблених Радою НБУ Основних засад грошово-кредитної політики визначає та проводить грошово-кредитну політику
2.	Монопольно здійснює емісію національної валюти України та організує готівковий грошовий обіг
3.	Виступає кредитором останньої інстанції для банків і організує систему рефінансування
4.	Встановлює для банків правила проведення банківських операцій, бухгалтерського обліку і звітності, захисту інформації, коштів та майна
5.	Організовує створення та методологічно забезпечує систему грошово-кредитної і банківської статистичної інформації та статистики платіжного балансу
6.	Регулює діяльність платіжних систем та систем розрахунків в Україні, визначає порядок і форми платежів, у тому числі між банками
7.	Визначає напрями розвитку сучасних електронних банківських технологій, створює та забезпечує безперервне, надійне та ефективне функціонування, розвиток створених ним платіжних та облікових систем, контролює створення платіжних інструментів, систем автоматизації банківської діяльності та засобів захисту банківської інформації
8.	Здійснює банківське регулювання та нагляд на індивідуальній та консолідованій основі
9.	Здійснює погодження статутів банків і змін до них, ліцензування банківської діяльності та операцій у передбачених законом випадках, веде Державний реєстр банків, Реєстр аудиторських фірм, які мають право на проведення аудиторських перевірок банків
10.	Веде офіційний реєстр ідентифікаційних номерів емітентів платіжних карток внутрішньодержавних платіжних систем; здійснює попередню кваліфікацію осіб, які можуть брати участь у виведенні неплатоспроможних банків з ринку, та складає перелік таких осіб
11.	Представляє інтереси України в центральних банках інших держав, міжнародних банках та інших кредитних установах, де співробітництво здійснюється на рівні центральних банків
12.	Здійснює, відповідно до визначених спеціальним законом повноважень, валютне регулювання, визначає порядок здійснення операцій в іноземній валюті, організовує і здійснює валютний контроль за банками та іншими фінансовими установами, які отримали ліцензію НБУ на здійснення валютних операцій
13.	Забезпечує накопичення та зберігання золотовалютних резервів і здійснення операцій з ними та банківськими металами
14.	Аналізує та прогнозує динаміку макроекономічних, грошово-кредитних, валютних та фінансових показників, у т.ч. складає платіжний баланс

Продовження таблиці 3.4

15.	Організує інкасацію та перевезення банкнот і монет та інших цінностей, видає ліцензії на право інкасації та перевезення банкнот і монет та інших цінностей
16.	Реалізує державну політику з питань захисту державних секретів у системі НБУ
17.	Бере участь у підготовці кадрів для банківської системи України
18.	Визначає особливості функціонування банківської системи України в разі введення воєнного стану чи особливого періоду, здійснює мобілізаційну підготовку системи Національного банку України
19.	Вносить у встановленому порядку пропозиції щодо законодавчого врегулювання питань, спрямованих на виконання функцій НБУ
20.	Здійснює методологічне забезпечення з питань зберігання, захисту, використання та розкриття інформації, що становить банківську таємницю; здійснює, відповідно до компетенції, повноваження у сфері депозитарного обліку; забезпечує обіг і зберігання переданих йому цінних паперів та інших коштовностей, що конфісковані (заарештовані) на користь держави, та/або таких, які визнані безхазяйними, для чого може відкривати рахунки в цінних паперах у депозитарних установах
21.	Здійснює інші функції у фінансово-кредитній сфері в межах своєї компетенції, визначеної законом
22.	Визначає порядок здійснення в Україні маршрутизації, клірингу та взаєморозрахунків між учасниками платіжної системи за операціями, які здійснені в межах України із застосуванням платіжних карток, емітованих банками-резидентами
23.	Створює Засвідчувальний центр для забезпечення реєстрації, засвідчення чинності відкритих ключів та акредитації центрів сертифікації ключів, визначає порядок застосування електронного підпису, у тому числі електронного цифрового підпису в банківській системі України та суб'єктами переказу коштів
24.	Видає ліцензії небанківським фінансовим установам, які мають намір стати учасниками платіжних систем, на переказ коштів без відкриття рахунків та відкликає їх відповідно до законодавства
25.	Веде реєстр платіжних систем, систем розрахунків, учасників цих систем та операторів послуг платіжної інфраструктури
26.	Здійснює нагляд (оверсайт) платіжних систем та систем розрахунків
27.	Здійснює державне регулювання та нагляд у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення за небанківськими фінансовими установами-резидентами, які є платіжними організаціями та/або членами/учасниками платіжних систем у частині надання ними фінансової послуги щодо переказу коштів на підставі відповідних ліцензій, зокрема НБУ (крім операторів поштового зв'язку в частині здійснення ними переказу коштів)
28.	Здійснює аналіз стану фінансової системи щодо фінансової стабільності

Кооперативний банк створюється за принципом територіальності і поділяється на місцеві та центральний кооперативні банки. Мінімальна кількість учасників місцевого (у межах області) має бути не менше 50 осіб. У разі зменшення кількості учасників і неспроможності кооперативного банку впродовж одного року збільшити їхню кількість до мінімальної необхідної кількості діяльність такого банку припиняється шляхом зміни організаційно-правової форми або ліквідації.

Учасниками центрального кооперативного банку є місцеві кооперативні банки. До його функцій належать централізація та перерозподіл ресурсів, акумульованих місцевими кооперативними банками, а також здійснення контролю за діяльністю кооперативних банків регіонального рівня.

Органами управління кооперативних банків є загальні збори учасників (пайовиків), рада банку та правління банку. Органом контролю є ревізійна комісія банку.

Статутний капітал кооперативного банку поділяється на паї. Рівень мінімального розміру статутного капіталу кооперативного банку встановлюється НБУ. Кожний учасник, незалежно від розміру своєї участі у капіталі банку (паю), має право одного голосу.

Прибутки або збитки кооперативного банку за результатами фінансового року розподіляються між учасниками пропорційно за розміром їхнього паю. Обмеження для операцій банку з пов'язаними особами не поширюються на операції 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.

Держава здійснює і реалізує повноваження власника щодо акцій (паїв), які їй належать у статутному капіталі державного банку, через органи управління державного банку – наглядову

раду та правління банку. Органом контролю є ревізійна комісія, персональний та кількісний склад якої визначається наглядовою радою державного банку. Наглядова рада є вищим органом управління державного банку, що здійснює контроль за діяльністю правління банку з метою збереження залучених у вклади грошових коштів, забезпечення їхнього повернення вкладникам і захисту інтересів держави як акціонера державного банку, а також здійснює інші функції.

Рішення про зміну розміру статутного капіталу державного банку та припинення його діяльності приймається Кабінетом Міністрів України. При цьому Кабінет Міністрів України зобов'язаний отримати позитивний висновок НБУ з приводу наміру зміни розміру статутного фонду державного банку. У разі прийняття рішення про часткове або повне відчуження державою належних їй акцій (паїв) державного банку такий банк втрачає статус державного.

Види діяльності банку – банківські та інші фінансові послуги (крім послуг у сфері страхування), а також здійснення іншої діяльності, що визначена Законом України «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.

Банк має право надавати своїм клієнтам (крім банків) фінансові послуги, у тому числі шляхом укладання з юридичними осо-

бами (комерційними агентами) агентських договорів. Він також має право здійснювати діяльність щодо:

- 1) інвестицій;
- 2) випуску власних цінних паперів;
- 3) випуску, розповсюдження та проведення лотерей;
- 4) зберігання цінностей або надання в майновий найм (оренду) індивідуального банківського сейфа;
- 5) інкасації коштів та перевезення валютних цінностей;
- 6) ведення реєстрів власників іменних цінних паперів (крім власних акцій);
- 7) надання консультаційних та інформаційних послуг щодо банківських та інших фінансових послуг.

Банк здійснює діяльність, надає банківські та інші фінансові послуги в національній валюті, а за наявності відповідної ліцензії НБУ – в іноземній валюті. Він самостійно встановлює процентні ставки та комісійну винагороду за надані послуги. При цьому банкам забороняється здійснювати ризикову діяльність, що загрожує інтересам вкладників чи інших кредиторів банку. Також забороняється діяльність у сфері матеріального виробництва, торгівлі (за винятком реалізації пам'ятних, ювілейних та інвестиційних монет) і страхування, крім виконання функцій страхового посередника.

Спеціалізованим банкам (за винятком ощадного) забороняється залучати вклади (депозити) від фізичних осіб в обсягах, що перевищують 5 % капіталу банку.

Банк може мати у власності нерухоме майно загальною вартістю не більше 25 % капіталу банку. Це обмеження не поширюється на: 1) приміщення, яке забезпечує технологічне здійснення банківських функцій; 2) майно, яке перейшло банку у власність на підставі реалізації прав заставодержателя відповідно до умов договору застави; 3) майно, набуте банком з метою запобігання збиткам, за умови, що таке майно має бути відчужено банком упродовж одного року з моменту набуття права власності на нього.

Кредитна спілка – неприбуткова організація, заснована фізичними особами, професійними спілками, їхніми 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, винятковим видом діяльності якої є надання фінансових послуг.

У своїй діяльності кредитні спілки керуються такими нормативно-правовими актами: Цивільним кодексом України, законами України від 20.12.2001 № 2908-III «Про кредитні спілки», від 15.11.2016 № 1734-VIII «Про споживче кредитування», від 02.03.2015 № 222-VIII «Про ліцензування видів господарської діяльності», від 12.07.2001 № 2664-III «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг».

Законом України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» кредитну спілку віднесено до *кредитних установ* – фінансових установ, які, відповідно до закону, мають право за рахунок залучених коштів надавати кредити на власний ризик.

Батьківщиною кредитних спілок вважається Німеччина, а їхнім батьком – *Фрідріх Вільгельм Райффайзен*, який 1849 р. у с. Фламерсфельд розпочав свою кредитно-кооперативну діяльність. Його «кредитна кооператива», яка відома у всьому світі як «райффайзенка», несла фінансову допомогу незаможним селянам-фермерам, яких тоді немилосердно використовували лихварі. Приблизно у той самий час у німецькому місті Деліч *Германом Шульце-Делічем* для найбільш бідніших жителів, зокрема ремісників і дрібних купців, було засновано міський тип такої ж ощадно-позичкової каси. Згодом кредитно-кооперативний рух перемістився до Австрії (1851), а потім і до Італії, Франції, Англії та інших країн.

В Україні кредитно-кооперативний рух завдячує *Григорію Галагану* (с. Сокиринці Прилуцького повіту Полтавської губернії (нині – Срібнянського р-ну Чернігівської обл.), 1871 р.) і *Теодилу Кормошу* (Галичина, м. Перемишль, 1894 р.). У незалежній Україні кредитні спілки відновили свою діяльність 1992 р. (створено перші 2 кредитні спілки у м. Кривий Ріг і м. Стрий (Львівська обл.) за підтримки української діаспори з Канади та США.

1993 р. Указом Президента України було затверджено «Тимчасове положення про кредитні спілки», яким вони були віднесені до громадських організацій, що надавали фінансові послуги. 90-ті рр. ХХ ст. відзначилися створенням великої кількості кредитних спілок, але гіперінфляція 1993–1994 рр. та «валютна» криза 1998 р. призвели до закриття багатьох з них. 20 грудня 2001 р. було прийнято Закон України «Про кредитні спілки», який визначив правовий їхній статус і механізм роботи. З 2003 р. відбулась перереєстрація спілок і зміна статусу з «громадського об'єднання» на «фінансову установу».

Основні принципи діяльності кредитних спілок в Україні відповідають принципам кредитної кооперації, що ухвалені Всесвітньою радою кредитних спілок 24 серпня 1984 р., зокрема:

- добровільності вступу та свободи виходу з кредитної спілки – членство є відкритим для всіх, хто відповідає вимогам певної спільноти, хоче користуватись послугами спілки, готовий прийняти членську відповідальність;

- рівноправності членів кредитної спілки – усі члени мають рівні права, в тому числі у разі голосування на загальних зборах, незалежно від розміру пайового та вступного внесків. Голосування на загальних зборах відбувається за принципом: один член кредитної спілки, який присутній на зборах, має один голос;

- самоврядування – забороняється будь-яке втручання в діяльність спілки за винятком випадків, що передбачені законом;

- гласності – загальні збори членів кредитної спілки заслуховують та затверджують річні звіти діяльності органів управління та контролю кредитної спілки. Члени кредитної спілки мають право на ознайомлення з протоколами органів управління кредитної спілки.

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.

Членами кредитної спілки можуть бути громадяни України, іноземці та особи без громадянства, які постійно проживають на території України, об'єднані за ознаками, що визначені Законом України «Про кредитні спілки», мають повну цивільну дієздатність. Членство настає з дня сплати особою вступного та обов'язкового пайового внесків у порядку, передбаченому статутом кредитної спілки. У першу чергу, сплачується вступний внесок.

Органами управління кредитної спілки є загальні збори членів кредитної спілки, спостережна рада, ревізійна комісія, кредитний комітет та правління. Рішенням загальних зборів членів кредитної спілки можуть бути створені й інші органи управління.

Господарська діяльність кредитної спілки включає:

1) приймання вступних та обов'язкових пайових й інших внесків від членів спілки;

2) надання кредитів своїм членам на умовах їхньої платності, строковості та забезпеченості в готівковій та безготівковій формах. Отримувати кредити від імені членів кредитної спілки можуть також фермерські господарства та приватні підприємства, які перебувають у їхній власності. Розмір кредиту, наданого одному члену кредитної спілки, не може перевищувати 20 % від її капіталу;

3) залучення на договірних умовах внесків (вкладів) своїх членів на депозитні рахунки як у готівковій, так і в безготівковій формі. Зобов'язання кредитної спілки перед одним своїм членом не можуть бути більше 10 % від її загальних зобов'язань;

4) поручництво щодо виконання членом спілки зобов'язань перед третіми особами;

5) розміщення тимчасово вільних коштів на депозитних рахунках в установах банків, які мають ліцензію на право роботи з вкладками громадян, об'єднаній кредитній спілці, а також придбання державних цінних паперів, перелік яких встановлюється Уповноваженим органом, та паї кооперативних банків;

б) залучення на договірних умовах кредитів банків, кредитів об'єднаної кредитної спілки, кошти інших установ та організацій виключно для надання кредитів своїм членам, якщо інше не встановлено рішенням Уповноваженого органу. Загальна сума залучених коштів, у тому числі кредитів, не може перевищувати 50 % вартості загальних зобов'язань та капіталу кредитної спілки на момент залучення;

7) надання кредитів іншим кредитним спілкам;

8) членство у платіжних системах;

9) оплачування за дорученням своїх членів вартості товарів, робіт і послуг у межах наданого йому кредиту;

10) провадження благодійної діяльності за рахунок коштів спеціально створених для цього фондів.

Кредитна спілка має право самостійно встановлювати:

– розмір плати (процентів), яка розподіляється на пайові членські внески та нараховується на внески (вклади), що містяться на депозитних рахунках членів кредитної спілки;

– розмір плати (процентів) за користування кредитами, наданими кредитною спілкою;

– ціни (тарифи) на послуги, що надаються кредитною спілкою;

– види кредитів, що надаються кредитною спілкою, умови надання та строки повернення кредитів;

– способи забезпечення кредитних зобов'язань, вимоги щодо забезпечення погашення кредитів.

З метою координації своєї діяльності, надання взаємодопомоги та захисту спільних інтересів кредитні спілки мають право на добровільних засадах створювати *асоціації кредитних спілок*. *Місцеві асоціації* – у рамках однієї адміністративно-територіальної одиниці, якщо членами такого об'єднання є більше ніж 1/3 кількості кредитних спілок, які діють на території такої адміністративно-територіальної одиниці, але у кількості не менше 3 кредитних спілок. *Всеукраїнські асоціації* – асоціації кредитних спілок, діяльність яких поширюється на територію всієї України за умовою, що членами таких асоціацій є кредитні спілки більш ніж з половини адміністративно-територіальних одиниць в Україні.

До основних **недепозитних фінансових посередників** віднесено: страхові компанії; недержавні пенсійні фонди; інститути спільного інвестування; інші кредитні установи; юридичні особи публічного права; фінансові компанії (див. табл. 3.1).

До початку 90-х рр. у СРСР існувала державна монополія на галузь страхування, яка розглядалась як складова сфери державних фінансів з регіональною інфраструктурою відділень Держстраху. Система страхування передбачала добровільне страхування життя і майна громадян, обов'язкові відрахування підприємств на соціальне страхування своїх працівників і деякі інші види. Державний страховий фонд частково використовувався на фінансування капітальних вкладень. З початком ринкових перетворень почали створюватися перші приватні страхові компанії, зокрема після прийняття Декрету Кабінету Міністрів України від 10.05.1993 № 47 «Про страхування». Сьогодні діяльність страховиків регулюється Законом України від 07.03.1996 № 85/96-ВР «Про страхування».

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, перестраховування і фінансова діяльність, пов'язана з формуванням, розміщенням страхових резервів та їхнім управлінням.

Страхування – це вид цивільно-правових відносин щодо захисту майнових інтересів фізичних 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 та юридичними особами страхових платежів (страхових внесків, страхових премій) та доходів від розміщення коштів цих фондів.

Договір страхування – це письмова угода між страхувальником і страховиком, згідно з якою страховик бере на себе зобов'язання у разі настання страхового випадку здійснити страхову виплату страхувальнику або іншій особі, визначеній у договорі страхування страхувальником, на користь якої укладено договір страхування (подати допомогу, виконати послугу тощо), а страхувальник зобов'язується сплачувати страхові платежі у визначені строки та виконувати інші умови договору.

Щодо предмета договору страхування, то це можуть бути майнові інтереси, що не суперечать закону і пов'язані з:

а) життям, здоров'ям, працездатністю та пенсійним забезпеченням (*особисте страхування*);

б) володінням, користуванням і розпорядженням майном (*майнове страхування*);

в) відшкодуванням страхувальником заподіяної ним шкоди особі або її майну, а також шкоди, заподіяної юридичній особі (*страхування відповідальності*).

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

Страхування життя – це вид особистого страхування, який передбачає обов'язок страховика здійснити страхову виплату, згідно з договором страхування, у разі смерті застрахованої особи, а також, якщо це передбачено договором страхування, у разі дожиття застрахованої особи до закінчення строку дії договору страхування та (або) досягнення застрахованою особою визначеного договором віку. Умови договору страхування життя можуть також передбачати обов'язок страховика здійснити страхову виплату у разі нещасного випадку, що стався із застрахованою особою, та (або) хвороби застрахованої особи. У разі якщо під час настання страхового випадку передбачено регулярні послідовні довічні страхові виплати (страхування довічної пенсії),

обов'язковим є передбачення у договорі страхування ризику смерті застрахованої особи упродовж періоду між початком дії договору страхування та першою страховою виплатою з числа довічних страхових виплат. В інших випадках передбачення ризику смерті застрахованої особи є обов'язковим упродовж усього строку дії договору страхування життя.

За формою страхування може бути добровільним або обов'язковим. *Добровільне страхування* – це страхування, що здійснюється на основі договору між страхувальником і страховиком. Принципи добровільного та обов'язкового страхування наведено у табл. 3.5.

Таблиця 3.5

Принципи розподілу страхування за формами

Добровільне страхування	Обов'язкове страхування
Законодавче регулювання на основі договору та правил страхування	Законодавче регулювання на основі відповідного законодавства
Будь-яке охоплення страхових об'єктів	Початок страхування не завжди залежить від поданої заяви
Залежність страхового забезпечення від бажання та платоспроможності споживача	Страхування не завжди залежить від сплати страхових премій
Укладання договору на відповідний строк страхування	Безстроковість страхування
Наявність страхового інтересу	Нормування страхових виплат законодавчими актами
Встановлення страхових відносин після заяви потенційного споживача та обов'язкової сплати ним страхових премій	Суцільне охоплення страхових об'єктів, які визначені законодавством
Припинення дії страхування у разі несплати страхових премій	Незалежність страхового забезпечення від бажання та платоспроможності споживача

Страхування пов'язане зі страховими ризиками та випадками. *Страховий ризик* – це певна подія, на випадок якої проводиться страхування і яка має ознаки ймовірності та випадковості настання. *Страховий випадок* – подія, передбачена договором страхування або законодавством, яка відбулася і з настанням якої

виникає обов'язок страховика здійснити виплату страхової суми (страхового відшкодування) страхувальнику, застрахованій або іншій третій особі.

Страхова сума – грошова сума, в межах якої страховик, відповідно до умов страхування, зобов'язаний провести виплату під час настання страхового випадку. *Страхова виплата* – грошова сума, яка виплачується страховиком, відповідно до умов договору страхування, під час настання страхового випадку.

Страховий платіж (страховий внесок, страхова премія) – плата за страхування, яку страхувальник зобов'язаний внести страховику згідно з договором страхування. *Страховий тариф* – вставка страхового внеску з одиниці страхової суми за визначений період страхування.

Перестраховання – страхування одним страховиком (цедентом, перестраховальником) на визначених договором умовах ризику виконання частини своїх обов'язків перед страхувальником у іншого страховика (перестраховика) резидента або нерезидента, який має статус страховика або перестраховика, згідно із законодавством країни, в якій він зареєстрований.

Страховики зобов'язані дотримуватися таких умов забезпечення платоспроможності:

- наявності сплаченого статутного фонду для страховиків-резидентів або гарантійного депозиту для філій страховиків-нерезидентів та наявності гарантійного фонду страховика;

- створення страхових резервів, достатніх для майбутніх виплат страхових сум і страхових відшкодувань;

- перевищення фактичного запасу платоспроможності страховика над розрахунковим нормативним запасом платоспроможності.

Мінімальний розмір статутного фонду (гарантійного депозиту) страховика, який займається видами страхування іншими, ніж страхування життя, встановлюється у сумі, еквівалентній 1 млн євро, а страховика, який займається страхуванням життя, 10 млн євро за валютним обмінним курсом валюти 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.

Передумовою створення системи пенсійних фондів стала індустріалізація, яка призвела до спеціалізації праці та переміщенню працівників із сільської місцевості в міста. Оскільки населення більше не перебувало в рамках самодостатнього господарства і не спиралось на домогосподарство як джерело фінансового забезпечення, воно потребувало соціального захисту шляхом накопичення певної суми коштів на момент припинення трудової діяльності або у випадку втрати працездатності. Перші пенсійні програми були створені на американських залізницях: 1875 р. – компанією *American Express Company*, а 1880 р. – *Baltimore and Ohio Railroad*. Ця обставина пояснюється тим, що залізниці досягли великих розмірів, робота на них мала певну загрозу і вимагала компенсацій на випадок втрати працездатності.

Сьогодні сукупні активи американських пенсійних фондів становлять більше 5 трлн дол., або половину сукупних активів фінансових посередників. У їхньому управлінні перебуває близько 30 % американських акцій і 35 % облігацій. Подібно до США в Ірландії та Великобританії активи пенсійних фондів управляються трастовими компаніями, в ролі яких виступають банки, страхові компанії або компанії з управління активами. У Нідерландах, Швейцарії, Бельгії та Португалії пенсійні фонди створюються у формі акціонерних компаній і асоціацій, які відокремлені від підприємств-засновників. У Німеччині більшість підприємств для організації пенсійного забезпечення своїх працівників відкривають спеціальні резервні рахунки або створюють автономні пенсійні каси чи фонди допомоги, які мають особливий юридичний статус.

Поштовхом появи системи недержавного пенсійного забезпечення (далі – НПЗ) в Україні та недержавних пенсійних фондів у її складі став Закон України від 09.07.2003 №1057-IV «Про недержавне пенсійне забезпечення».

Недержавний пенсійний фонд (далі – 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.

НПФ створюються на підставі рішення засновника (зборів засновників) та не мають на меті одержання прибутку на користь одноосібного засновника або для його подальшого розподілу між засновниками.

Засновник (засновники) НПФ – юридична особа або фізичні особи (для професійного НПФ), які створили фонд чи приєдналися до нього після створення та набули прав і обов'язків для засновників НПФ.

НПФ поділяються на відкриті, корпоративні та професійні.

Відкритий пенсійний фонд – це НПФ, учасниками якого можуть бути будь-які фізичні особи, незалежно від місця та характеру їхньої роботи.

Корпоративний пенсійний фонд – НПФ, засновником якого є юридична особа-роботодавець (або декілька юридичних осіб-роботодавців), до якого можуть приєднуватися інші роботодавці-платники. Учасниками такого НПФ можуть бути виключно фізичні особи, які перебувають (перебували) у трудових відносинах з роботодавцями-засновниками та роботодавцями-платниками цього фонду.

Професійний пенсійний фонд є фондом, засновником (засновниками) якого можуть бути об'єднання юридичних осіб-роботодавців, об'єднання фізичних осіб, включаючи професійні спілки (об'єднання професійних спілок), або фізичні особи, пов'язані за видом їхньої професійної діяльності (занять). Учасниками такого НПФ можуть бути виключно фізичні особи, які пов'язані за видом їхньої професійної діяльності (занять), визначеної у статуті фонду.

Розмір майбутньої додаткової пенсії визначається: 1) величиною внесків працівника і внесків підприємства на користь працівника; 2) доходом на користь працівника від інвестування фондом пенсійних коштів.

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

Як свідчить світова практика, ІСІ виникли як доповнення або альтернатива індивідуальному інвестуванню. Вони орієнтовані на роботу з дрібними некваліфікованими інвесторами. Так, наприклад, у Німеччині і Франції індивідуальні інвестори становлять майже 50 % клієнтів інвестиційних компаній, у Великобританії – 75 %, в Іспанії – 90 %, в Італії – 95 %. Найрізноманітніше за формами організації та масштабістю спільне інвестування представлено в Сполучених Штатах Америки. Як російські, так і українські законодавці, створюючи систему регулювання діяльності ІСІ, орієнтувались саме на американський досвід. В історичному аспекті для економіки США характерні традиції, що пов'язані із заборною або жорстким обмеженням банківських операцій з цінними паперами. Через це довгий час спільне інвестування було відокремлене від банківської діяльності, але водночас досягло значних масштабів.

До 2001 р. ІСІ регулювалася Указом Президента України від 19.02.94, що затвердив Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії. Вони засновувались на певний період для сприяння сертифікатній приватизації, а основною їхньою функцією була акумуляція коштів, основним чином приватизаційних майнових сертифікатів (далі – ПМС) громадян України, з наступним їхнім інвестуванням у цінні папери інших емітентів. Із завершенням процесу масової приватизації виникла потреба у прийнятті нових правил регулювання та подальшого розвитку ІСІ, що і стало передумовою прийняття Закону України від 15.03.2001 № 2299-III «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», а згодом і нового Закону України від 05.07.2012 № 5080-VI «Про інститути спільного інвестування».

Відповідно до чинного законодавства *інститут спільного інвестування* – корпоративний або пайовий фонд. *Корпоративний фонд (далі – КІФ)* – юридична особа, яка утворюється у формі акціонерного товариства і провадить виключно діяльність із спільного інвестування. *Пайовий фонд (далі – 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 – сформовані за рахунок коштів ІСІ сукупності майна, корпоративних прав, майнових прав і вимог та інших активів, передбачених законами та нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку.

ІСІ можна класифікувати за різними ознаками (рис. 3.2):

1) за порядком провадження діяльності – відкритого, інтервального та закритого типу.

ІСІ відкритого типу відрізняється тим, що ІСІ (компанія з управління його активами (далі – КУА) бере на себе зобов'язання здійснювати у будь-який час на вимогу учасників цього ІСІ викуп цінних паперів, емітованих таким ІСІ (компанією з управління його активами). *ІСІ інтервального типу* – ІСІ (КУА) бере на себе зобов'язання здійснювати на вимогу учасників цього ІСІ викуп цінних паперів, емітованих таким ІСІ (КУА), упродовж обумовленого

у проспекті емісії строку (інтервалу). *ІСІ закритого типу* – ІСІ (КУА) не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих таким ІСІ (КУА), до моменту його припинення;

2) за строковістю – строковий або безстроковий. *Строковий ІСІ* створюється на певний строк, встановлений у його регламенті, після закінчення якого зазначений ІСІ припиняється, якщо не прийнято рішення про продовження строку діяльності такого ІСІ відповідно до законодавства. ІСІ закритого типу може бути лише строковим. *Безстроковий ІСІ* створюється на невизначений строк;

3) за диверсифікацією і об'єктами інвестування – диверсифікованого, недиверсифікованого, спеціалізованого або кваліфікаційного виду.



Рис. 3.2. Класифікація ІСІ в Україні

Диверсифікований ІСІ одночасно відповідає таким вимогам:

1) сумарна вартість цінних паперів одного емітента в активах ІСІ не перевищує 10 % загального обсягу цінних паперів відповідного випуску цінних паперів такого емітента;

2) сумарна вартість цінних паперів, які становлять активи ІСІ обсягом, що перевищує 5 % загального обсягу випуску цінних

паперів, на момент їхнього придбання не перевищує 40 % вартості чистих активів¹;

3) не менше ніж 70 % загальної вартості активів ІСІ становлять кошти, в тому числі на банківських депозитних рахунках, ощадні (депозитні) сертифікати, банківські метали, облігації підприємств та облігації місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, що допущені до торгів на фондовій біржі.

Недиверсифікований ІСІ закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних та фізичних осіб, є *венчурним фондом*.

Спеціалізований ІСІ інвестує активи виключно у визначені законодавством активи. До них належать інвестиційні фонди таких класів: 1) фонди грошового ринку; 2) фонди державних цінних паперів; 3) фонди облігацій; 4) фонди акцій; 5) індексні фонди; 6) фонди банківських металів. При цьому *біржовий ІСІ* – це відкритий спеціалізований індексний фонд або фонд банківських металів.

Кваліфікаційний ІСІ інвестує активи виключно в один із кваліфікаційних класів активів та кошти, а також не має будь-яких вимог до структури активів. До кваліфікаційних належать такі класи активів: 1) об'єднаний клас цінних паперів; 2) клас нерухомості; 3) клас рентних активів; 4) клас кредитних активів; 5) клас біржових товарних активів; 6) інші класи активів.

Фізичні особи не можуть бути учасниками венчурних КІФ і ПФ, а також недиверсифікованих ПФ.

Залученню ІСІ коштів передують прийняття інвесторами важених рішень, що має бути забезпечене наданням періодичної, достатньої та достовірної інформації регуляторам ринку. Про ефективність функціонування інвестиційного фонду, а точніше – КУА, свідчить зростання вартості чистих активів, на що, власне, й націлена діяльність ІСІ.

¹ *Вартість чистих активів* – величина, що визначається як різниця між сумою активів ІСІ з урахуванням їхньої ринкової вартості та розміром зобов'язань ІСІ.

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.

На підставі ліцензії Нацкомфінпослуг кредитна установа має право надавати фінансові кредити за рахунок залучених коштів (у тому числі здійснювати іпотечне кредитування), здійснювати, згідно із законодавством України, обслуговування кредитів та рефінансування іпотечних кредиторів.

У цілому діяльність кредитних установ регулюється в Україні законами від 12.07.2001 № 2664-III «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків цінних паперів» і від 15.11.2016 № 1734-VIII «Про споживче кредитування».

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, належить 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.

До фінансових послуг фінансових компаній віднесено: 1) надання фінансових кредитів за рахунок власних коштів; 2) надання позик; 3) надання порук (поручництв); 4) фінансовий лізинг; 5) надання гарантій; 6) факторинг; 7) залучення фінансових активів юридичних осіб із зобов'язанням щодо наступного їхнього повернення; 8) операції з обміну валют; 9) операції з переказу грошових коштів; 10) адміністрування фінансових активів для

придбання товарів у групах; 11) управління коштами установників управління майном з метою фінансування будівництва житла.

Фінансовий лізинг – це вид цивільно-правових відносин, що виникають із договору фінансового лізингу. За таким договором лізингодавець зобов'язується набути у власність річ у продавця (постачальника) відповідно до встановлених лізингоодержувачем специфікацій та умов і передати її у користування лізингоодержувачу на визначений строк не менше одного року за встановлену плату (лізингові платежі). Предметом договору лізингу може бути неспоживна річ, визначена індивідуальними ознаками та віднесена, відповідно до законодавства, до основних фондів. Не можуть бути предметом лізингу земельні ділянки та інші природні об'єкти, єдині майнові комплекси підприємств та їхні відокремлені структурні підрозділи (філії, цехи, дільниці).

Суб'єктами лізингу можуть бути:

лізингодавець – юридична особа, яка передає право володіння та користування предметом лізингу лізингоодержувачу;

лізингоодержувач – фізична або юридична особа, яка отримує право володіння та користування предметом лізингу від лізингодавця;

продавець (постачальник) – фізична або юридична особа, в якій лізингодавець набуває річ, що в наступному буде передана як предмет лізингу лізингоодержувачу;

інші юридичні або фізичні особи, які є сторонами багатостороннього договору лізингу.

Щодо **факторингу**, то у Цивільному кодексі України (ст. 1077) подається лише визначення договору факторингу (фінансування під відступлення права грошової вимоги), коли одна сторона (фактор (банк або фінансова установа, а також фізична особа-суб'єкт підприємницької діяльності), яка, відповідно до закону, має право здійснювати факторингові операції) передає або зобов'язується передати грошові кошти в розпорядження іншій стороні (клієнта (фізичної або юридичної особи), яка є суб'єктом підприємницької діяльності) за плату, а клієнт відступає або зобов'язується відступити факторові своє право грошової вимоги до третьої особи (боржника).

Клієнт може відступити факторові свою грошову вимогу до боржника з метою забезпечення виконання зобов'язання клієнта перед фактором. Зобов'язання фактора за договором факторингу може передбачати надання клієнтові послуг, пов'язаних із грошовою вимогою, право якої він відступає.

Залучення фінансових активів юридичних осіб із зобов'язанням щодо наступного їхнього повернення. Залучені грошові кошти – засоби, прямо або опосередковано отримані на основі повернення від фізичних/юридичних осіб, отримані залишки фінансових активів, які виникли в результаті здійснення звичайної господарської діяльності у вигляді внесків у капітал фінансового підприємства, в тому числі субординований капітал, отриманий від кредитної установи за кредитними договорами, а також засоби, отримані із місцевих і господарських бюджетів фінансовими установами-юридичними особами публічного права.

Адміністрування фінансових активів для придбання товарів у групі – фінансова послуга, що надається ліцензіатом і передбачає залучення грошових коштів учасників групи, об'єднання цих коштів з метою придбання та розподілу товарів між учасниками групи.

Ліцензіат – фінансова установа, яка одержала ліцензію на провадження діяльності з адміністрування фінансових активів для придбання товарів у групах. ***Учасник групи*** – фізична та/або юридична особа, з якою ліцензіат уклав договір про адміністрування. ***Група*** – наперед визначена кількість учасників, періодичні платежі яких об'єднуються ліцензіатом для придбання товару кожному її учаснику. ***Отримувач товару*** – учасник групи, який за результатами розподілу товару в групі набув право на отримання товару. ***Товар*** – окрема рухома річ, сукупність рухомих речей (крім грошових коштів, валютних цінностей, цінних паперів, майнових прав та обов'язків), яка(і) має(ють) чітко визначені технічні (споживчі) характеристики (показники).

Управління коштами установників управління майном з метою 1) фінансування будівництва житла та 2) отримання доходу від здійснення операцій з нерухомістю. Ці послуги виробляються фінансовими компаніями відповідно до Закону України

від 19.06.2003 № 978-IV «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю».

3.3. Допоміжні та інші фінансові корпорації

До допоміжних фінансових корпорацій належать 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 (табл. 3.3).

Основними допоміжними структурами у сфері ринку цінних паперів є брокери з цінних паперів і похідних, управляючі цінними паперами, андерайтери, компанії з управління активами, депозитарії, депозитарні установи, організатори торгівлі, клірингові установи. Усі вони у своїй діяльності керуються Законом України від 23.02.2006 № 3480-IV «Про цінні папери та фондовий ринок» 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 (рис. 3.3).

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

ПРОФЕСІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

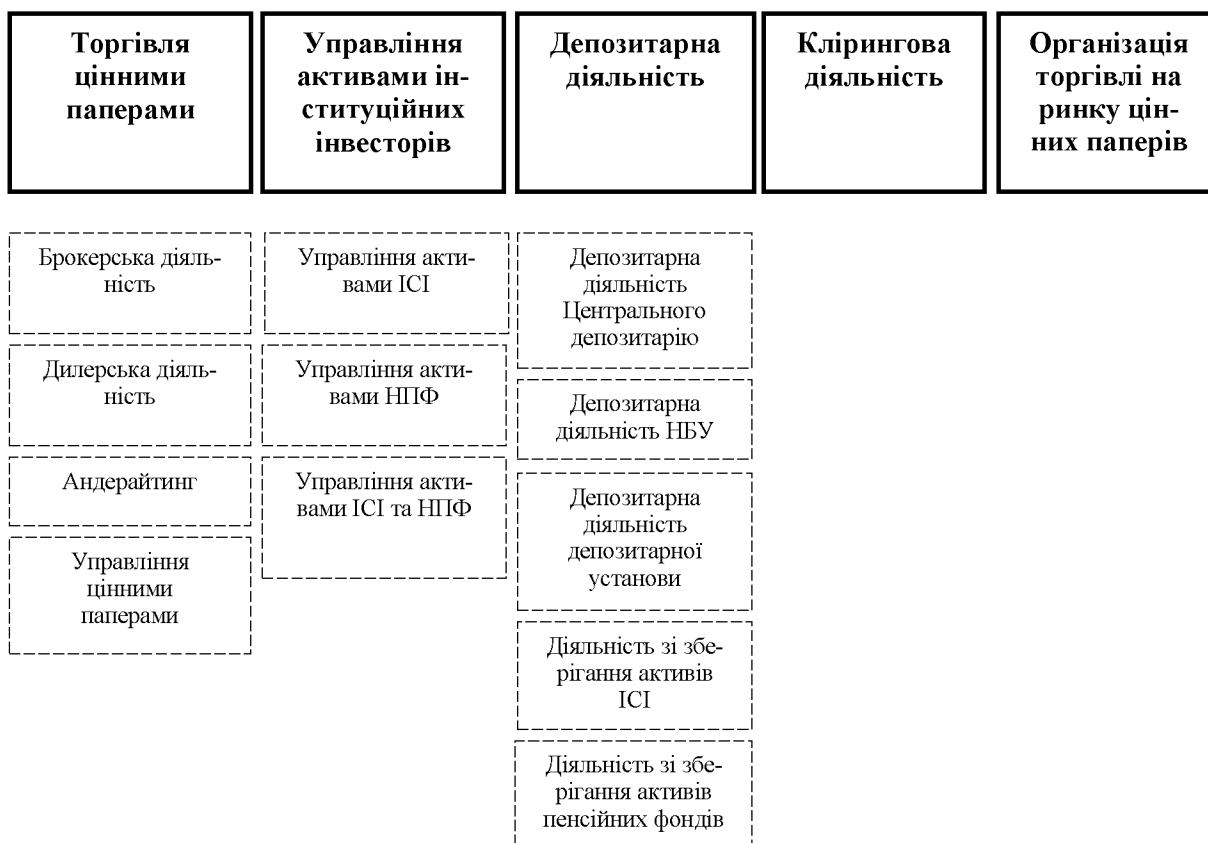


Рис. 3.3. Види професійної діяльності на ринку цінних паперів в Україні

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

Андерайтинг – укладання 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. Андерайтер може надавати консультації емітенту щодо розміщення цінних паперів цього емітента. Відповідно до договору з емітентом він може також здійснювати:

1) купівлю цінних паперів у емітента з подальшим їхнім перепродажем інвесторам;

2) гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, повний чи частковий їхній викуп за фіксованою ціною з подальшим перепродажем;

3) продаж якомога більшої кількості цінних паперів без зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані.

З метою організації публічного розміщення цінних паперів андерайтери можуть укладати між собою договір про спільну діяльність.

Діяльність з управління цінними паперами – діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду впродовж визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами, іншими фінансовими інструментами та коштами, призначеними для інвестування в цінні папери й 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 укладати договори про управління цінними паперами з фізичними та юридичними особами. При цьому сума договору про управління цінними паперами з одним клієнтом-фізичною особою повинна 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 від 05.07.2012 № 5080-VI «Про інститути спільного

інвестування», від 09.07.2003 № 1057-IV «Про недержавне пенсійне забезпечення», а також Рішенням НКЦПФР від 06.08.2013 № 1414 «Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів».

У цілому до осіб, які мають право провадити діяльність з управління активами інституційних інвесторів, належать КУА, професійний адміністратор пенсійного фонду щодо активів фонду, адміністратором якого він є, Національний банк України щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду, банк щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду. Така особа виконує функції:

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

Депозитарна діяльність – діяльність професійних учасників депозитарної системи України та Національного банку України щодо надання послуг зі зберігання й обліку цінних паперів, обліку й обслуговування набуття, припинення та переходу прав на цінні папери і прав за цінними паперами й 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. Види депозитарної діяльності в Україні наведено на рис. 3.4. Основним нормативним актом, що її

регулюють, є Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI «Про депозитарну систему України».

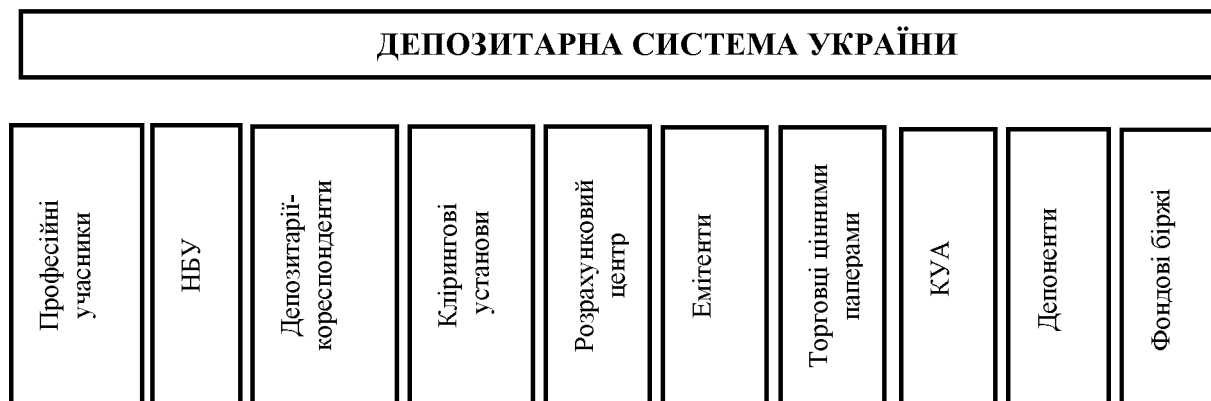


Рис. 3.4. Учасники депозитарної системи України

Депозитарна система України – сукупність учасників депозитарної системи (рис. 3.4) та правовідносин між ними щодо ведення обліку цінних паперів, прав на цінні папери і прав за цінними паперами та їхніх обмежень, що встановлюються в системі депозитарного обліку цінних паперів, у тому числі внаслідок проведення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів.

Система депозитарного обліку цінних паперів – сукупність інформації, записів про емісійні цінні папери (вид із зазначенням типу, номінальна вартість і кількість, обмеження обігу тощо) на рахунках у цінних паперах власників таких рахунків, про емітентів, власників цінних паперів, що мають права за цінними паперами та права на цінні папери, обмежень прав на цінні папери, уповноважених ними осіб, управителів, заставодержателів, інших осіб, наділених відповідними правами щодо цінних паперів, яка містить дані, що дають змогу ідентифікувати емісійні цінні папери і зазначених осіб, реєстр кодів цінних паперів (міжнародних ідентифікаційних номерів цінних паперів), а також інша передбачена законодавством інформація.

До професійних учасників депозитарної системи віднесено Центральний депозитарій і депозитарні установи. *Центральний депозитарій* забезпечує формування та функціонування системи депозитарного обліку цінних паперів. Він веде депозитарний облік усіх емісійних цінних паперів, крім тих, облік яких веде НБУ

за законом. В Україні може існувати лише один Центральний депозитарій. *Депозитарна установа*, відповідно до отриманих від Центрального депозитарію та/або НБУ депозитарних активів, провадить діяльність з депозитарного обліку та обслуговування обігу цінних паперів і корпоративних операцій емітента на рахунках у цінних паперах депонентів, а також на власному рахунку в цінних паперах, на якому обліковуються цінні папери, права на цінні папери та обмеження прав на цінні папери, що належать такій депозитарній установі.

Національний банк України, відповідно до отриманих депозитарних активів, провадить діяльність з депозитарного обліку й обслуговування обігу облігацій внутрішніх та зовнішніх державних позик України, цільових облігацій внутрішніх державних позик України, казначейських зобов'язань України та облігацій місцевих позик, а також боргових цінних паперів, що посвідчують відносини позики органів місцевого самоврядування, які були розміщені за межами України, та обслуговування корпоративних операцій емітента на рахунках у цінних паперах клієнтів. Клієнтами НБУ є емітент, депозитарні установи, депозитарії-кореспонденти, клірингові установи та Розрахунковий центр.

Депозитарій-кореспондент – депозитарій іноземної держави або міжнародна депозитарно-клірингова установа, що є клієнтом Центрального депозитарію та/або НБУ на підставі встановлених кореспондентських відносин щодо цінних паперів.

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.

Особами, які провадять клірингову діяльність, є клірингові установи та Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках. Центральний депозитарій цінних паперів та НБУ можуть провадити клірингову діяльність з урахуванням ви-

мог, встановлених законодавством. *Клірингова установа* – юридична особа, яка за результатами проведеного нею клірингу формує клірингові вимоги та надає інформаційні послуги.

Розрахунковий центр забезпечує здійснення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, укладеними на фондових біржах та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати». В Україні може існувати лише один Розрахунковий центр – банк, що функціонує у формі акціонерного товариства відповідно до Закону України «Про банки і банківську діяльність».

Депонент – власник цінних паперів, співвласники цінних паперів, нотаріус, на депозит якого внесено цінні папери, яким рахунок у цінних паперах відкривається депозитарною установою на підставі відповідного договору про обслуговування рахунка в цінних паперах, а також депозитарна установа, яка відкриває собі рахунок у цінних паперах на підставі наказу керівника цієї депозитарної установи.

Діяльність зі зберігання активів ІСІ та НПФ – це діяльність зберігача активів, який виступає депозитарною установою, тобто банком, що має ліцензію НКЦПФР на провадження діяльності зі зберігання активів, та з якою в установленому законодавством порядку укладений договір про обслуговування зберігачем активів ІСІ або НПФ.

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку – діяльність фондової біржі зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання і 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 іншими фінансовими інструментами, ніж цінні папери.

Розмір статутного капіталу *фондової біржі* повинен становити не менше ніж 15 млн грн. Розмір власного капіталу біржі,

що здійснює кліринг та розрахунки, має становити не менше ніж 25 млн грн. Членами фондової біржі можуть бути виключно торговці цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку та взяли на себе зобов'язання виконувати всі правила, положення і стандарти біржі.

Фондова біржа створює організаційні умови для укладання договорів купівлі-продажу цінних паперів та інших фінансових інструментів шляхом проведення біржових торгів і забезпечує контроль за їхнім виконанням із застосуванням відповідних заходів впливу. Торгівля на ній здійснюється за правилами біржі, що затверджуються біржовою радою та реєструються НКЦПФР. Більш детально механізм біржової торгівлі розглядатиметься у розділах 9.3 і 9.4.

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.

Страховий агент – фізична або юридична особа, яка діє від імені та за дорученням страховика і виконує частину його страхової діяльності, а саме: укладає договори страхування; одержує страхові платежі; виконує роботи, що пов'язані зі здійсненням страхових виплат і страхових відшкодувань. Страхові агенти є представниками страховика та діють у його інтересах за винагороду на підставі договору доручення із страховиком.

Страховий брокер – юридична або фізична особа, яка зареєстрована в установленому порядку як суб'єкт підприємницької діяльності та здійснює за винагороду посередницьку діяльність у страхуванні від свого імені на підставі брокерської угоди з особою, яка має потребу у страхуванні як страхувальник. Страхові брокери мають право здійснювати іншу не заборонену законодавством діяльність, пов'язану зі страхуванням, за винятком діяльності як страховий агент, страховик, перестраховик.

Страхові брокери, як і страхові агенти, поділяються на кілька типів. Брокерами можуть бути як фізичні, так і юридичні осо-

би у вигляді брокерської контори з найманим персоналом. Великі корпорації можуть мати свого так званого «кептивного брокера». Основна відмінність між страховим брокером та агентом полягає в тому, що брокер діє в інтересах клієнта, а агент – в інтересах конкретного страховика, представляючи його інтереси перед клієнтом. Крім підготовки самого договору страхування, страховий брокер супроводжує укладені ним договори, тобто у разі настання страхового випадку, страховий брокер має врегулювати його за умовами брокерської угоди зі страхувальником.

Перестраховий брокер – юридична особа, яка здійснює за винагороду посередницьку діяльність у перестрахованні від свого імені на підставі брокерської угоди зі страховиком, який має потребу у перестрахованні як перестраховальник.

Аварійний комісар – особа, які відповідає кваліфікаційним вимогам та може займатися визначенням причин настання страхового випадку та розміру збитків. Відповідно до договору із страховиком він зобов'язаний:

1) кваліфіковано, неупереджено, об'єктивно і в зазначений строк виконувати свої зобов'язання;

2) не розголошувати будь-яку інформацію про об'єкт страхування без згоди на це страховика і страхувальника;

3) подавати інформацію про обставини і причини настання страхового випадку та заподіяну шкоду на письмову вимогу оперативних підрозділів, органів досудового розслідування чи прокуратури у зв'язку з кримінальним провадженням.

З'ясування обставин і причин настання страхового випадку провадиться на підставі заяви страховика (страхувальника), наданих ним матеріалів, а також матеріалів і документів, які аварійний комісар має право вимагати. На підставі проведеного дослідження і зібраних документів аварійний комісар складає аварійний сертифікат – документ, в якому зазначаються обставини і причини настання страхового випадку та розмір заподіяної шкоди.

Актуарій (від лат. *actuarius* – скорописець) – спеціаліст з оцінки ризиків, фінансовий аналітик і консультант у сфері

страхування, людина, яка застосовує на практиці актуарну математику¹. Це офіційно вповноважена особа, яка має відповідну фахову підготовку та обчислює страхові тарифи. На актуарія покладається відповідальність за достатність страхових фондів для виконання страховиком своїх зобов'язань за відповідними договорами страхування.

Нині в Україні існують актуарії з правом та без права підпису. Актуарій з правом підпису, або дипломований актуарій, – людина, яка має право засвідчувати власним підписом правила страхування (документ, що містить загальні умови страхування та страхові тарифи з певного виду страхування). Актуарій без права підпису – людина, яка працює на посаді актуарія в страховій компанії чи іншій організації і робота якої пов'язана з оцінкою ризиків, розрахунком страхових тарифів, збитковості, оцінки страхових резервів тощо.

Адміністратор недержавних пенсійних фондів – юридична особа, яка здійснює адміністрування недержавних пенсійних фондів відповідно до Закону України від 09.07.2003 № 1057-IV «Про недержавне пенсійне забезпечення». Ним може бути:

1) юридична особа, яка надає професійні послуги з адміністрування НПФ (професійний адміністратор);

2) юридична особа – одноосібний засновник корпоративного НПФ, який приймає рішення про самостійне здійснення адміністрування такого фонду;

3) компанія з управління активами.

Функції адміністратора:

- ведення персоніфікованого обліку учасників НПФ;
- укладання пенсійних контрактів від імені НПФ;

¹ Нині, за різними дослідженнями, професія актуарія незмінно визнається однією з найбільш привабливих у світі упродовж багатьох років. Вона була внесена до переліку 25 найкращих професій, які матимуть великий попит у майбутньому. 2010 р. дослідження, опубліковане на сайті *CareerCast* з пошуку роботи, класифікувало актуарія як роботу № 1 у США за критеріями оточення, доходів, перспектив роботи, фізичних навантажень і стресу. 2012 р. за тим самим дослідженням професія посіла друге місце.

- забезпечення здійснення пенсійних виплат учасникам НПФ у відповідних випадках;
- надання зберігачу розпорядження щодо перерахування грошових коштів для оплати витрат, що здійснюються за рахунок пенсійних активів;
- надання НПФ агентських і рекламних послуг, що пов'язані з його діяльністю;
- надання інформації відповідно до умов договору та законодавства;
- складання звітності у сфері недержавного пенсійного забезпечення, ведення бухгалтерського обліку та подання фінансової звітності відповідним органам виконавчої влади та раді НПФ;
- інформування учасників накопичувальної системи пенсійного страхування про умови і порядок отримання довічної пенсії за рахунок коштів, облікованих на їхніх індивідуальних пенсійних рахунках.

Консультант зі страхування та недержавного пенсійного забезпечення (далі – НПЗ) – фізична особа, яка: 1) здійснює взаємодію з клієнтами; 2) виявляє страхові та оцінює ризики; 3) визначає величину страхової суми та премії; 4) організовує документообіг щодо укладання договору страхування та НПЗ; 5) формує договори з клієнтами та забезпечує продовження цих договорів; 6) сприяє залученню нових клієнтів; 7) веде переговори; 8) реалізує продукти в масових видах страхування; 9) організовує агентські мережі; 10) інформує клієнтів про умови страхування та НПЗ; 11) володіє різними технологіями продажів страхових і пенсійних продуктів; 12) вивчає попит, зокрема платоспроможний, на страхові послуги та послуги у системі НПЗ; 13) аналізує фінансові продукти; 14) формує асортимент фінансових послуг; 15) складає і веде відповідну звітність.

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 становить кредитну історію, а у своїй діяльності керується Законом України від 23.06.2005 № 2704-IV «Про організацію формування та обігу кредитних історій».

Основним видом діяльності бюро кредитних історій є ведення кредитної історії: сукупність інформації про юридичну або фізичну особу, що її ідентифікує, відомостей про виконання нею зобов'язань за кредитними правочинами, іншої відкритої інформації.

Принципами формування та доступу до інформації, що становить кредитну історію, є: 1) забезпечення конституційних прав і свобод суб'єктів кредитних історій; 2) адекватність обсягів інформації цілям, для яких вони збираються; 3) значимість, всебічність, об'єктивність, повнота і достовірність інформації; 4) регулярність та безперервність надходження інформації; 5) цільове використання інформації; 6) строковість зберігання інформації; 7) конфіденційність інформації та її захист; 8) збір і надання інформації, що становить кредитну історію, виключно за згодою суб'єкта цієї кредитної історії; 9) незалежність бюро.

Джерелами формування кредитних історій є відомості, що надаються користувачем (депозитною або недепозитною фінансовою установою, іншими суб'єктами господарської діяльності, які надають майно у кредит або послуги з відстроченням платежу) до бюро за письмовою згодою суб'єкта кредитної історії; державних реєстрів, інформація з інших баз даних публічного користування, відкритих для загального користування джерел за винятком відомостей (інформації), що становлять державну таємницю.

Бюро кредитних історій створюється у формі господарського товариства, а його засновниками можуть бути юридичні та фізичні особи, які здійснюють діяльність не менше трьох років з дня реєстрації та не мають заборгованості зі сплати податків та інших обов'язкових платежів за останні три роки. Статутний капітал бюро формується виключно за рахунок грошових коштів засновників і повинен становити не менше 5 млн грн.

Рейтингове агентство – це юридична особа, що надає професійні послуги на ринку цінних паперів та спеціалізується на визначенні кредитних рейтингів (рейтингуванні) та наданні інформаційно-аналітичних послуг, що пов'язані із забезпеченням діяльності з визначення кредитних рейтингів.

Рейтингова оцінка характеризує рівень спроможності емітента цінних паперів своєчасно та повним обсягом виплачувати відсотки й основну суму за борговими зобов'язаннями щодо боргових зобов'язань інших позичальників.

Уповноважене рейтингове агентство – рейтингове агентство, яке стало переможцем конкурсу, що проводиться Комісією з цінних паперів та фондового ринку, з визначення рейтингових агентств, що уповноважені проводити рейтингову оцінку. Воно зобов'язане:

1) діяти відповідно до Правил НКЦПФР, рейтингової методології та рейтингової процедури;

2) проводити незалежну рейтингову оцінку за Національною шкалою;

3) здійснювати оновлення присвоєних рейтингових оцінок;

4) проводити визначення рейтингової оцінки та її оновлення на підставі договору між уповноваженим рейтинговим агентством та суб'єктом рейтингування;

5) вести облік укладених договорів і зберігати їх в агентстві не менше п'яти років після виконання взаємних зобов'язань;

6) подавати до НКЦПФР інформацію в обсягах, формах та в строки, що визначені НКЦПФР;

7) упродовж 90 календарних днів після закінчення кожного календарного півріччя розміщувати на власній сторінці в мережі Інтернет звіт за попереднє календарне півріччя щодо кількості дефолтів за рейтинговими рівнями Національної шкали, в якому зазначається кількість емітентів, які мали чинний кредитний рейтинг агентства на дату дефолту, за зобов'язаннями яких настав дефолт у звітному півріччі, у розбивці за рейтинговими рівнями (*uaAAA, uaAA, uaA, uaBBB, uaBB, uaB, uaССС, uaСС, uaС*), до яких належали рейтинги відповідних емітентів (або рейтинги окремих зобов'язань, щодо яких настав дефолт) за 6 місяців до дати настання дефолту;

8) упродовж 6 календарних місяців з дати дефолту емітента з довгостроковим кредитним рейтингом інвестиційного рівня подавати до НКЦПФР та розміщувати на власній сторінці в мережі Інтернет пояснення щодо причин такого дефолту.

Характеристики провідних світових рейтингових агентств

Агентство, рік заснування, власник, кількість офісів і аналітиків	Обсяг роботи	Відмінні риси
<i>Moody's Investor's Service</i> (1900), <i>Dun and Brand street Inc.</i> ; офісів – 13; аналітиків – 560	Підтримується рейтинг боргових цінних паперів на приблизно \$14 трлн. Більше 3 тис. емітентів боргових цінних паперів по всьому світу, 2 тис. проектів структурованого фінансування, 17 тис. емітентів муніципальних облігацій США, казначейські зобов'язання США на суму \$ 3,5 трлн, рейтинг депозитів більше 700 банківських груп, рейтинг 4 000 емітентів деривативів, 150 страхових компаній	– глобальна присутність на фінансових ринках, незначне партнерство з місцевими рейтинговими агентствами; – підтримання якісних методів аналізу
<i>Standard&Poor's</i> (1860–1941), <i>McGraw-Hill Companies Inc.</i> ; офісів – 20; аналітиків – 1 000	Більше 8 500 рейтингів фінансових інструментів, суверенних рейтингів, рейтингів промислових компаній і підприємств комунальної сфери більше ніж у 80 країнах	– розширення бізнесу шляхом поглинання національних рейтингових агентств; – усвідомлення фундаментальних принципів діяльності емітента, його філософії та стилю бізнесу
<i>Fitch IBCA</i> (1924–1997), <i>FIMALAC S.A.</i> ; Париж; офісів – більше 40; аналітиків – 1 100	2 300 фінансових інструментів і більше 880 промислових корпорацій, 3 300 проектів структурування фінансування у 75 країнах; 67 суверенних рейтингів, 17 тис. муніципальних облігацій США	– спеціалізація на рейтингуванні банків; – використання статистичних методів при одночасному наданні великого значення нестатистичним факторам
<i>Duff&Phelps</i> (1932), власник – н/д; офісів – 3; аналітиків – н/д	Підтримання рейтингу 100 тис. випусків цінних паперів більше ніж у 50 країнах	– спеціалізація на консультуванні інвесторів; – найдеталізованіша система оцінювання; – надання можливості зустрічей керівництва емітента з членами рейтингового комітету

У сучасних умовах у світі нараховується декілька кредитних агентств, які заслуговують на великий авторитет серед інвесторів: *ASPAC Australian Ratings*, *Canadian Bond Rating Service*, *Dominion Bond Rating Service Limited (DBRS Ltd.)*, *Duff&Phelps Credit Rating Company*, *The Fitch IBCA*, *Japan Bond Research Institute*, *Japan Credit Rating Agency Limited (JCR Ltd.)*, *McCarthy Crisanti&Maffei*, *Moody`s Investor`s Service*, *Nippon Investor Service*, *Standard&Poor`s Ratings Service (S&P)*.

У США та Європі ринок рейтингових послуг розділений між чотирма великими агентствами: *Moody`s*, *Standard&Poor`s*, *Fitch IBCA* та *Duff & Phelps* (табл. 3.6). Перші два агентства утримують близько 80 % ринку, зокрема і найбільших емітентів. Часто емітент намагається отримати рейтинги від декількох агентств. При цьому присвоєні рівні надійності зазвичай збігаються; якщо існують розбіжності, то це спеціально зазначається.

Інформаційне агентство – це спеціалізований суб'єкт інформаційної діяльності, який зареєстрований як юридична особа у формі інформаційного підприємства – організації, служби, центру, що діє з метою надання інформаційних послуг для ЗМІ. У своїй діяльності вони керуються Законом України від 28.02.1995 № 74/95-ВР «Про інформаційні агентства», який закріплює правові основи діяльності таких агентств в Україні та їхнього міжнародного співробітництва. Їм гарантується свобода діяльності, забороняється цензура інформації, що поширюється інформаційними агентствами.

Під діяльністю інформаційних агентств розуміється збирання, оброблення, створення, зберігання, підготовка інформації до поширення, випуску та розповсюдження інформаційної продукції. Як і будь-які інші комерційні підприємства, вони мають отримувати прибуток від своєї діяльності, отже, мають право здійснювати продаж власної продукції на основі чинного законодавства. Продукцією інформаційного агентства є матеріалізований результат його діяльності, що призначений для поширення для задоволення інформаційних потреб громадян, юридичних осіб, держави. Інформація поширюється за допомогою власних структур

(сайт, періодичні видання, телевізійний канал тощо), а також партнерів. Переважна більшість агентств має у своєму розпорядженні декілька підрозділів, які спеціалізуються на певній інформації, зокрема відділ фінансової, економічної, корпоративної інформації тощо.

Усі інформаційні агентства поділяються на державні, недержавні та іноземні інформаційні агентства, які діють у країнах через свої представництва. Провідними міжнародними інформаційними агентствами, які спеціалізуються виключно на наданні економічних, зокрема фінансових, новин, вважаються такі інформаційні агентства, як *Bloomberg*, *Thomson Reuters*, фінансово-інформаційна компанія *Dow Jones & Company* та ін.

Bloomberg – провідне інформаційне агентство, що надає фінансову, економічну та інші види інформації професійним учасникам ринку¹. За допомогою його сервісів користувач має можливість ознайомитися з новинами, котируванням цін на світових біржах, працювати із системами торгівлі цінними паперами тощо. Так, новини агентства зі 146 бюро у 72 країнах світу представляються разом з графіками, новинами компаній та аналітичним матеріалом. Агентство також надає найширший огляд тенденцій світової економіки та фінансових ринків.

¹ Інформаційне агентство *Bloomberg* було засноване Майклом Блумбергом 1981 р. після злиття *Salomon Brothers* з компанією *Phibro*. М. Блумберг, головний партнер *Salomon*, втративши роботу, отримав за угодою 10 млн дол. США. На ці гроші Блумберг створив власну компанію *Innovative Market Systems*, яка займалася збиранням, аналізом та продажем інформації про стан фінансових ринків. 1986 р. компанію було перейменовано в *Bloomberg L. P.* Успіх компанії Блумберга пов'язаний з розробкою і впровадженням комп'ютерних систем аналізу інформації для фондових трейдерів та відкриттям онлайн-ої служби для торгівлі акціями. На той час на ринку цінних паперів комп'ютерні технології майже не використовувалися, і це дозволило компанії М. Блумберга зайняти одну з провідних позицій серед інших провайдерів інформації на фінансових ринках. На сьогодні компанія є одним з основних провайдерів фінансових новин у світі, чисельність працівників компанії сягає близько 9,5 тис. осіб у 130 країнах світу. Аналіз компаній агентства охоплює діяльність 45 000 компаній у всьому світі.

Сервіс *Bloomberg Professional* є потужною та гнучкою платформою для управління активами, що дає змогу отримувати необхідні дані, новини та аналітичну інформацію для прийняття обґрунтованих рішень. Для інвесторів надається інформація стосовно інвестування в країнах, які розвиваються, рішення для хедж-фондів; для компаній – новини, ринкові дані та дослідження, що впливають на них та їхніх інвесторів, вартість акцій тощо. Сервіс *Bloomberg Professional* також надає можливість моніторингу, оцінювання та управління ризиками на ринках. За допомогою цього сервісу користувач має доступ до науково-дослідних ресурсів від брокерів і незалежних експертів, а також прямий доступ до мережі експертів та аналітиків *Bloomberg*. Рішення *Bloomberg Portfolio & Risk Analytics* забезпечує користувача інструментами для реалізації оптимального портфеля та цільових стратегій ризику.

Thomson Reuters – компанія, яка є провідним світовим постачальником інтелектуальної інформації для підприємців і фахівців, що охоплює фінанси та ризики, питання оподаткування, юридичні аспекти, наукові дослідження та питання у сфері інтелектуальної власності¹.

Thomson Reuters Eikon – потужне рішення для професійних учасників фінансового ринку, що дає змогу торгувати на ринку, встановлювати контакти з колегами та партнерами, управляти ризиком тощо. Тут поширюється 2 млн оновлень цін за секунду на

¹ Компанію *Thomson Reuters* було утворено 2008 р. у результаті придбання компанією *Thomson* інформаційного агентства *Reuters*, корені якого сягають середини XIX ст., коли Пол Джуліус Ройтер заснував у Лондоні інформаційну службу новин, яка надавала інформацію щодо цін на акції. Ця служба використовувала телеграфні кабелі та поштових голубів, яких налічувалося більше 200. Ця служба також передавала інформацію про котирування на ринку акцій та новини між Лондоном і Парижем, використовуючи підводний телеграфний кабель. 1858 р. компанія вже мала свої філіали в усій Європі. 1865 р. після 12 днів перетину Атлантики, перехопивши човен пошти Ірландії та телеграфувавши до Лондона, *Ройтер* перший повідомив про вбивство президента *Лінкольна*, що перетворило європейські фінансові ринки на хаос. Сьогодні компанія *Thomson Reuters* з питань фінансів та бізнесу обслуговує більше ніж 40 000 клієнтів та 400 000 кінцевих користувачів по всьому світу.

фінансових ринках, забезпечується поточна та історична інформація серед 400 ринків, включаючи валютні ринки, альтернативні торговельні майданчики та позабіржові ринки. Торговельний модуль базується на уніфікованій платформі, що включає робочий стіл *Thomson Reuters Eikon* і *Thomson Reuters Elektron* (платформа для підприємств), що підтримує торговельну діяльність продавців і покупців на сировинному й енергетичному ринках та на ринку цінних паперів.

Американську видавничу та фінансово-інформаційну компанію *Dow Jones & Company* було засновано 1882 р. трьома репортерами – Чарльзом Доу, Едвардом Джонсом та Чарльзом Бергстрессором. Флагманом компанії є щоденна американська газета *The Wall Street Journal*, що висвітлює комерційну діяльність, фінансові новини й проблеми США та міжнародного співтовариства.

На сьогодні найбільшими інформаційними агентствами в Україні є УКРІНФОРМ, УНІАН, «Інтерфакс-Україна» та «РБК-Україна».

Державне інформаційне агентство УКРІНФОРМ – найдавніше інформаційне агентство в Україні. Одержувачами його інформації є державні органи, друковані видання та телерадіокомпанії України, вітчизняні й зарубіжні підприємства та організації.

Українське незалежне інформаційне агентство новин (УНІАН) здійснює підготовку 13 тематичних добірок новин, серед яких бізнес-новини, новини фінансів і банків, фондового ринку та компаній, енергетики, нерухомості й будівництва та інші новини. Інформацією УНІАН користуються близько 500 засобів масової інформації, органи державної влади, вітчизняні підприємства та представництва іноземних компаній тощо.

Інформаційне агентство «Інтерфакс-Україна», що входить до міжнародної інформаційної групи *Interfax Information Services*, випускає більш ніж 40 інформаційних продуктів з політичної, економічної, фінансової тематики. До основних інформаційних продуктів належать: загальноекономічні та галузеві (ділові новини / економіка, бізнес-панорама, огляд законодавства, фондовий ринок, страхування, статистика страхових компаній, фондова

статистика, фінанси, банки України та ін.), політичні (новини й анонси) та онлайн-бази даних (архіви новин).

Провідне місце в інформаційному просторі України посідає також інформаційне агентство «РБК-Україна», що було створене за підтримки російської групи компаній «РБК». Його діяльність зосереджена на наданні фінансової, економічної та політичної інформації в Україні та за її межами. Зокрема, для загального доступу поширюються новини політики, економіки, компаній, дослідження ринків, довідники (курси валют, депозити, форекс, нафта, золото, світові індекси) тощо.

Незалежний фінансовий консультант (*independent financial adviser*) – це особа, яка надає консультаційні послуги у сфері фінансів фізичним і юридичним особам. Він є спеціалістом, який володіє винятковим рівнем компетентності у сфері фінансів і може допомогти зберегти та примножити заощадження. Невід’ємними рисами незалежного фінансового консультанта є активна життєва (у тому числі і фінансова) позиція, вміння планувати та прогнозувати події, амбітність і задатки лідера.

Загалом незалежні фінансові консультанти надають широкий спектр консультацій з таких питань:

- аналіз особистих доходів і витрат, особисте фінансове планування та планування сімейного бюджету, комплексний аналіз фінансового стану клієнта;
- формування індивідуальних програм накопичення;
- консультації щодо формування пенсійних накопичень;
- податкове планування (мінімізація податкових платежів);
- підбір програм убезпечення життя та захисту майна;
- аналіз та підбір банківських продуктів (депозитні програми, споживчі та іпотечні кредити тощо);
- інші послуги.

В Україні інститут незалежних фінансових консультантів лише формується, а послуги, які вони надають, належать до посередницьких. Так, згідно зі ст. 1 Закону України від 12.07.2001 № 2664-III «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», до *посередницьких послуг на ринках фінансових послуг* в Україні належить «діяльність юридичних осіб

чи фізичних осіб – підприємців, що включає консультування, експертно-інформаційні послуги, роботу з підготовки, укладання та виконання (супроводження) договорів про надання фінансових послуг, інші послуги, визначені законами з питань регулювання окремих ринків фінансових послуг».

У сфері інвестиційного консультування на ринку недержавних пенсійних послуг працюють *інвестиційні радники*, які покликані надавати консультації раді НПФ під час складання інвестиційної декларації (документа, що визначає інвестиційну політику НПФ, основні напрями та обмеження інвестування їхніх активів). Їхня діяльність регулюється Законом України від 09.07.2003 № 1057-IV «Про недержавне пенсійне забезпечення».

Крім допомоги у складанні інвестиційної декларації, до обов'язків інвестиційного радника, відповідно до укладеного договору, також можуть входити такі функції:

- розробка інвестиційної політики НПФ та плану розміщення інвестицій за основними класами активів (акції, державні облігації, місцеві облігації тощо);

- відбір еталонних показників (індексів) як критеріїв оцінки ефективності управління активами НПФ;

- здійснення моніторингу та оцінки ефективності діяльності КУА НПФ;

- проведення виміру та аналізу обґрунтованості операційних витрат, що відшкодовуються за рахунок активів НПФ;

- здійснення пошуку та рекомендації компанії (компаній) з управління активами НПФ;

- проведення спеціальних досліджень у галузі управління активами НПФ.

Інвестиційним радником НПФ може бути як належним чином підготовлена фізична особа, яка має відповідний сертифікат фахівця з управління активами, що видається ДКЦПФР за результатами атестації (складання іспиту), так і професійний учасник ринку цінних паперів – інша КУА або торговець цінними паперами, що, відповідно до законодавства, має право надавати послуги з інвестиційного консультування (надання консультацій власникам цінних паперів).

Інші фінансові корпорації включають *кептивні фінансові корпорації* – інституційні одиниці, які здійснюють операції тільки в рамках обмеженої їхньої групи (таких як дочірні фінансові корпорації), або дочірні корпорації, які належать одній холдинговій корпорації, або одиниці, які надають позику з власних коштів, що надані лише єдиним спонсором. Основні ознаки кептивності корпорацій: 1) приналежність вузькому колу власників – фізичним або юридичним особам; 2) пільгове обслуговування закритого кола клієнтів; 3) залучення коштів під проекти певної фінансово-промислової групи; 4) пільгове кредитування власників кредитної установи та пов'язаних з ними компаній. До інших фінансових корпорацій в Україні можна віднести довірчі товариства, холдингові компанії, дочірні фірми, які заробляють капітал на відкритих ринках для материнських компаній, ломбарди (табл. 3.1).

Довірче товариство – товариство з додатковою відповідальністю, яке відповідно до Декрету Кабінету Міністрів України від 17.03.1993 № 23-93 «Про довірчі товариства», здійснює представницьку діяльність відповідно до договору, укладеного з довірцями майна щодо реалізації їхніх прав власників.

Довіритель майна – юридична особа або громадянин, які передають довірчому товариству повноваження власника належного їм майна (коштів, цінних паперів і документів, що засвідчують право власності довірителя) відповідно до умов укладеного між ними договору.

Довірче товариство має розрахунковий рахунок, який відкривається комерційним банком, що обслуговує здійснення довірчих операцій і забезпечує відповідальне зберігання його власних коштів і майна довірцелів. Джерелом його прибутків є плата, яку отримують довірені особи за здійснення довірчих операцій. Розмір плати встановлюється в договорі між довірцями майна та довіреною особою.

Довірчі операції – послуги, які довірче товариство надає довірцям майна, зокрема: для громадян – збереження та представницькі послуги для обслуговування майна довірцелів; для юридичних осіб – розпорядження майном, агентські послуги, ведення рахунків для власників їхніх цінних паперів та управління

голосуючими акціями, переданими товариству шляхом участі в загальних зборах акціонерного товариства. Довірчі товариства отримують за умовами укладеного договору право на участь в управлінні акціонерним товариством від імені його акціонерів або державних органів приватизації, які володіють акціями товариств, створених шляхом перетворення державних підприємств у акціонерні товариства.

Відповідно до Закону України від 15.03.2006 № 3528-IV «Про холдингові компанії в Україні» **холдингова компанія** – акціонерне товариство, яке володіє, користується та розпоряджається холдинговими корпоративними пакетами акцій (часток, паїв) двох або більше корпоративних підприємств. *Холдинговий корпоративний пакет акцій (часток, паїв)* – пакет акцій (часток, паїв) корпоративного підприємства, холдингової компанії, який перевищує 50 % чи становить величину, яка забезпечує право вирішального впливу на господарську діяльність корпоративного підприємства, холдингової компанії.

Фінансова холдингова компанія – юридична особа, основним видом діяльності якої є участь у статутному капіталі юридичних осіб та діяльність фінансових установ, які є її дочірніми та/або асоційованими компаніями, є основною (Закон України від 12.07.2001 № 2664-III «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг»). Діяльність фінансових установ є основною, якщо сукупне середньоарифметичне значення їхніх активів за останні чотири звітних періоди (квартали) становить 80 і більше відсотків сукупного розміру середньоарифметичних значень активів усіх дочірніх та асоційованих компаній за цей період.

Асоційована компанія – юридична особа, в якій інша юридична особа володіє прямо та/або опосередковано 20 або більше відсотками статутного капіталу та/або голосів. *Дочірня компанія* – юридична особа, яка контролюється іншою юридичною особою (материнською компанією).

Контроль – можливість здійснювати вирішальний вплив на управління та/або діяльність юридичної особи шляхом прямого та/або опосередкованого володіння однією особою самотійно

або разом з іншими особами часткою в юридичній особі, що відповідає еквіваленту 50 чи більше відсотків статутного капіталу та/або голосів юридичної особи, або незалежно від формального володіння можливість здійснювати такий вплив на основі угоди чи будь-яким іншим чином. Відповідно *контролер* – фізична або юридична особа, щодо якої не існує контролерів – фізичних осіб та яка має можливість здійснювати вирішальний вплив на управління або діяльність юридичної особи шляхом прямого та/або опосередкованого володіння самотійно або спільно з іншими особами часткою в юридичній особі, що відповідає еквіваленту 50 чи більше відсотків статутного капіталу та/або голосів юридичної особи, або незалежно від формального володіння здійснювати такий вплив на основі угоди чи будь-яким іншим чином;

Афілійована особа – юридична особа, в статутному (складеному) капіталі якої фінансова установа має істотну участь або яка має істотну участь у статутному (складеному) капіталі фінансової установи.

Відповідно до Розпорядження Держфінпослуг від 26.04.2005 № 3981 «Про затвердження Положення про порядок надання фінансових послуг ломбардами» *ломбард* – фінансова установа, винятковим видом діяльності якої є надання на власний ризик фінансових кредитів фізичним особам за рахунок власних або залучених коштів під заставу майна на визначений строк і під процент та надання супутніх послуг ломбарду.

Фінансовий кредит ломбарду – надання коштів у позику, забезпечених заставою, на визначений строк та під процент. *Супутні послуги ломбарду* – це послуги, що є передумовою надання фінансового кредиту або впливають з його надання, зокрема:

- оцінка заставленого майна відповідно до чинного законодавства та/або умов договору;
- надання посередницьких послуг зі страхування предмета застави на підставі агентського договору зі страховою компанією;
- реалізація заставленого майна відповідно до чинного законодавства та/або умов договору.

Страхування предмета застави – укладання договору між ломбардом та страховою компанією або між позичальником та

страховою компанією про страхування предмета застави, наданого як забезпечення фінансового кредиту ломбарду, за рахунок та в інтересах власника предмета застави на строк дії договору фінансового кредиту.

Ломбард повинен мати власний капітал у розмірі не менше ніж 500 тис. грн, а у разі наявності відокремлених підрозділів (філій та відділень, що розташовані поза його місцезнаходженням та здійснюють усі або частину функцій з надання фінансових та супутніх послуг ломбарду) – не менше ніж 1 млн грн. Під час провадження діяльності з надання фінансових кредитів забороняється залучати кошти фізичних осіб, за винятком коштів, отриманих на зворотній основі від фізичних осіб-учасників ломбарду.

У сфері регулювання фінансової та страхової діяльності основними допоміжними структурами є саморегулювні організації та об'єднання професійних учасників. Їхня сутність та основні функції розглядатимуться у підрозділі 4.3.

3.4. 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 їхніх кредитних та інвестиційних функцій. Цим, власне, і пояснюється розподіл банків США на інвестиційні та комерційні 1933 р., коли набрав чинності Закон *Гласса-*

*Стіголла (Glass – Steagall Act)*¹ з такими основними положеннями:

1) заборона комерційним банкам займатися операціями з цінними паперами, за винятком операцій, в результаті яких активи трансформуються в цінні папери, але власники останніх мають таке саме право щодо активів, що і до трансформації;

2) заборона на створення філій банків, які здійснюють операції з цінними паперами;

3) заборона компаніям, що здійснюють операції на ринку цінних паперів, здійснювати традиційні види банківських операцій;

4) заборона посадовим особам інвестиційних компаній одночасно займати посади в комерційних банках;

5) створення Федеральної корпорації зі страхування депозитів (*Federal Deposit Insurance Corporation*);

6) обов'язкове страхування банківських депозитів у сумі до 5 000 доларів;

7) включення нових груп банків до складу Федеральної резервної системи.

Оскільки обмеження на операції банків з цінними паперами і на страхування знизили конкурентні переваги американських банків порівняно із зарубіжними, пропозиції скасувати Закон *Гласса-Стіголла* все настирливіше звучали в 1990-х рр. майже на кожному засіданні Конгресу США. 1998 р., після об'єднання *Citicorp*, другого за величиною банку США, і *Travelers Group*, страхової компанії, яка також володіє третьою за величиною американською компанією, що займається операціями з цінними паперами (*Salomon Smith Barney*), рух проти Закону *Гласса-Стіголла* став сильнішим. 1999 р. цей закон, нарешті, було скасовано, а небанківська модель юридично припинила існування. Законом модернізації фінансових послуг став Закон *Гремма-Ліча-Блайлі*

¹ Закон *Гласса-Стіголла* став реакцією громадськості й фінансових кіл на численні банкрутства банків США упродовж 1930–1933 рр., коли їхня кількість зменшилася з 25 тис. до 14 тис. Банківські корпорації, що вижили, були змушені позбутися підрозділів, які займалися андеррайтингом. Ця трансформація американської моделі 30-х років ХХ ст. є класичним прикладом рішучого обмеження діяльності банків на ринку цінних паперів.

(*Gramm – Leach – Bliley Act, GLBA*), що дав можливість комерційним банкам здійснювати операції з цінними паперами та страхувати їх через створення дочірніх фірм. Закон надав: 1) дозвіл комерційним банкам скуповувати контрольні пакети акцій інвестиційних банків і страхових компаній; 2) необмежене право компаніям, що володіють комерційними банками, займатися будь-яким видом інвестиційної діяльності; 3) дозвіл дочірнім структурам банків брати участь у широкому спектрі фінансової діяльності. Було також знято обмеження на проведення комерційними банками андеррайтингу та гарантування розміщення цінних паперів.

У підсумку лібералізація ключових правил зменшила привабливість реального сектору економіки для фінансового капіталу, викликала істотну переорієнтацію фінансових потоків і змінила співвідношення їхніх інвестиційної та спекулятивної складових. Банк, який пропонує кредитні продукти, обслуговує клієнтів і управляє своєю ліквідністю, отримав право здійснювати будь-які, зокрема високоризикові та спекулятивні, операції. Аналогічне дерегулювання мало місце і в інших країнах.

Приблизно через два роки після прийняття Закону *Гремма-Ліча-Блайлі* та після кризи на ринку корпоративних цінних паперів США, що були пов'язані з трагічними подіями 11 вересня 2001 р., інвестори ініціювали кілька сотень справ проти найбільших інвестиційних банків країни, звинувативши їх у наявності конфлікту інтересів між брокерськими підрозділами та підрозділами, які займаються андеррайтингом. Зокрема, було ініційовано розгляд питання про можливість поділу найбільшого інвестиційного банку США *Merril Lynch* на дві окремі структури, які б займалися брокерським бізнесом та андеррайтингом, тобто майже через 70 років історія повторилася.

Численні корпоративні скандали навколо компаній реального сектору 2002 р. спричинили прийняття в США нового закону – Закону *Сарбейнса-Окслі* (*Sarbanes – Oxley Act*), що набув чинності з початку 2003 року. Він прямо не стосується банків, проте істотно зачіпає їхні інтереси: висунуто нові вимоги до аудиторських комітетів і значно посилено контроль за інформацією, яку національні та іноземні банки повинні розкривати як емітенти.

Банки різних країн світу (передусім Європи та Японії) теж були вимушені змінювати свої системи аудиту та звітності, оскільки цінними паперами багатьох їхніх фінансових холдингів торгують на американських фондових майданчиках.

Пояснити процеси розвитку інститутів ринку цінних паперів можна фінансовою лібералізацією та впровадженням фінансового інжинірингу з кінця 1980-х рр., а надалі – бурхливим розвитком цього ринку і великою різноманітністю фондів, коли інвестор має можливості для вибору. Різновидом таких інститутів стали хедж-фонди – закриті партнерства, які орієнтовані на спекулятивні операції та використовують у своїй діяльності різні техніки хеджування та спредові стратегії інвестування, що стало каталізатором розгортання останніх кризових явищ в американській і європейській економіках. Усе це привело до формування комплементарної моделі фінансового ринку, про що йтиметься нижче.

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 (андерайтинг) цінних паперів, торгують ними, тобто займаються брокерською та дилерською діяльністю, формують інфраструктуру ринку.

В Європі періодом придушення ринків і суттєвого втручання держави у розподіл фінансових ресурсів стали 1930-і рр. Так, скориставшись кризою, уряд Італії націоналізував основні банки, а Франції – збільшив свою частку в активах. І тільки 1994 р. в Італії було реприватизовано банки, а у Франції ще 1979 р. 43 % кредитів надавалося з певною субсидією або привілеєм. З 1990-х рр. послаблюється державне втручання у фінансовий ринок, відбувається лібералізація та відміна обмежень на рух капіталів, проте частка банків у фінансуванні економіки залишається вельми істотною.

Нині у Німеччині, де найяскравіше представлено банківську модель фінансового ринку, відбуваються суттєві структурні зрушення: у кризовому 2008 р. здійснювалося збільшення частки активів на користь банків, що свідчить про підвищення довіри до

них як до надійних фінансових інститутів, так само як і в інших країнах світу. У цілому відбувається: зростання ролі ринку акцій і дроблення структури акціонерних капіталів; збільшення ролі брокерських компаній та інвестиційних консультантів; створення комерційними банками фінансових холдингів і переведення ними частини свого бізнесу у дочірні компанії; подання банками та мітентами регулярної інформації щодо своєї діяльності; урахування попиту іноземних інвесторів, активізація операцій з акціями і похідними.

У Великобританії діють інвестиційні компанії різного профілю та торгові банки. Такі банки, крім традиційних банківських операцій, займаються управлінням портфелями цінних паперів акціонерних товариств, пенсійних фондів, страхових компаній тощо. Бізнес-банки та інвестиційні будинки діють у Франції. Перші спеціалізуються на довгострокових операціях, передусім на вкладанні коштів своїх клієнтів в акції. Після банківської реформи 1966 р. їм було дозволено проводити короткострокові операції, через що вони стали подібні до універсальних банків, основною діяльністю яких стало «управління участю». Щодо інвестиційних будинків, то вони виконують подібні функції.

У цілому європейська модель фінансового сектору максимально наближена до стандартів Базельського комітету з банківського нагляду, проте з 2001 р. набули розвитку зміни у діяльності банків, що несуть зміни в ендогенну пропозицію грошей:

1) вважається некоректною консолідація банківського капіталу з асоційованими компаніями реального сектору і нестраховими компаніями фінансового сектору, тобто вкладення у дочірні й асоційовані компанії вилучаються із визначення розміру банківського капіталу;

2) сума інвестованих коштів в акції одного емітента реального сектору не може перевищувати 15 % банківського капіталу, а сума сукупних вкладень у корпоративні права компаній такого сектору не може перевищувати 60 % сукупного капіталу.

Щодо Японії, то країна не орієнтується на рекомендації Базельського комітету і має певні особливості: створення конгломератів; поодинокі випадки володіння контрольними пакетами,

компанії контролюються групами акціонерів з частками 10–40 %; роль банків і боргових інститутів вище, ніж у Європі; інституційні інвестори мають підпорядковане значення (менше 20 % активів).

Як показує досвід становлення фінансових систем світу, банківська модель фінансового ринку є способом подолання історичного розриву розвитку його інститутів. Нерозвиненість недепозитних інститутів і ринку цінних паперів наприкінці ХІХ ст. у Німеччині викликала зростання участі банків у фінансуванні та управлінні промисловими компаніями. Те саме відбувалось і у післявоєнні роки в Японії, де система їхнього домінування стала віддзеркаленням високого рівня недосконалості ринку капіталу. Специфічність розвитку японського фінансового ринку можна пояснити процесами, що відбувалися на межі ХІХ–ХХ стст. і до 1940 р., коли промислові компанії фінансувалися переважно за допомогою емісійного механізму, який забезпечував 40–65 % усіх джерел інвестицій. Надалі добробут компаній почав формуватись за рахунок непрозорих політичних зв'язків, «купівлі» чиновників з метою маніпулювання ними, а джерелом фінансових ресурсів стали афілійовані з державою банки. Цей аргумент є досить популярним в обґрунтуванні домінуючого положення банків у фінансовому секторі перехідних економік.

Апріорі вважається, що США та Великобританія – це країни з потужним розвитком ринку цінних паперів і його суб'єктів, а Німеччина та Японія – з грошово-кредитним. Водночас японський ринок цінних паперів є одним з найпередовіших у світі, а банки США та Великобританії – одними з найбільш активних і складних фінансових інститутів. Тому у глобальному контексті порівняння структури фінансового ринку Німеччини і Японії з ринком США і Великобританії найкраще описується як невелика розбіжність з великою подібністю, але існує велика розбіжність з невеликою подібністю між фінансовою структурою у розвинених країнах і країнах, що розвиваються.

У сучасних умовах, як свідчить розвиток економік світу, чим вищим є рівень їхнього розвитку, тим більшими є фінансова глибина та диверсифікованість фінансового ринку і меншою частка банків у сукупних активах. У розвинених країнах частка

банківського сектору міститься у зоні середніх значень – 60–70 %, а у країнах, що розвиваються, – 75–85 %. В останніх переважають банки та квазібанки (від ломбардів і лихварських контор до кредитних кооперативів і фінансових компаній).

Аналіз досягнень передових країн у галузі розвитку фінансових інститутів дозволяє 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 для 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. Як зазначалось у розділі 1.3, капіталізація є важливою для інновацій, тоді як банківські кредити – важливіші для акумуляції капіталу, особливо на ранніх етапах розвитку економіки, тобто вплив фінансової інфраструктури на економічний розвиток позначається на початкових стадіях розвитку економіки. Достатньо розвинена банківська система слугує радше передумовою розвитку ринків цінних паперів, а не альтернативою. Існують країни із сильною банківською системою та відносно слабкими ринками цінних паперів, проте відсутні країни, де все навпаки.

Основні підвалини комплементарної моделі:

1) *посилення конкурентної боротьби на ринках товарів, робіт і послуг, зокрема фінансових і страхових.* Компанії вимушені постійно інвестувати у розвиток бізнесу і вимагають більш гнучких механізмів фінансування порівняно з можливостями, що їх пропонує консервативна та інерційна банківська система. Основним таким механізмом став ринок цінних паперів, причому і в країнах Західної Європи, де традиційно фінансування економіки відбувалося переважно через банки. Крім того, потреба у додаткових коштах, особливо фінансовими інститутами, була обумовлена прагненням заробити «гарячі» гроші на ринках, що розвиваються.

Паралельно з посиленням конкуренції на ринку капіталу відбувається зростання фінансового монополізму. Цей парадокс пояснює теорія рефлексивності *Дж. Сороса*, який доводить, що курси акцій залежать не від виробничо-фінансових показників їхніх емітентів, а від психологічного стану потенційних інвесторів, які готові вкласти кошти в ті або інші цінні папери в стані певного психозу, що значно нагадує дії окремих суб'єктів у великому натовпі. Саме цей ефект натовпу і є аналогом монополізму;

2) зміни у державному регулюванні фінансових інститутів у більшості країн. Через світову фінансову кризу, що розпочалася 2007 р., 2010 р. у США було прийнято Закон «Про реформу фінансових інститутів США і фінансовий захист споживачів» (Закон *Додда – Франка*). У рамках реформ на американському фінансовому ринку за загальновідомими правилами *Волкера* інвестиційним банкам заборонено займатися роздрібною банківською діяльністю та використовувати кошти клієнтів для покриття своїх ризиків. Усе це націлено на зниження банками США активності на ринку цінних паперів і вкладення коштів у реальний сектор. Разом із тим існують побоювання, що такий жорсткий крен у фінансовій політиці може призвести до відпливу капіталів, погіршення інвестиційного клімату у країні і створення сприятливих умов економічного зростання у конкурентів, зокрема у країнах БРІК.

Остання фінансова криза привела до посилення державного регулювання у більшості країн світу. Наприклад, 12 вересня 2010 р. Базельський комітет з банківського нагляду запропонував глобальну реформу світової банківської системи (Базель-III) через збільшення банківських ліквідних резервів і поліпшення їхньої якості; збільшення мінімального розміру ліквідного резерву власного капіталу (коефіцієнта основного капіталу першого рівня) з 2 до 4,5 %, а рівень капіталу першого рівня, що представляє найбільш ліквідні активи, – з 4,5 до 6 %; зобов'язання банків створювати спеціальний буферний резервний капітал у розмірі 2,5 %, а у випадку світової фінансової кризи сплачувати до стабілізаційного фонду також 2,5 % капіталу.

У цілому зняття обмежень і скорочення прямого державного втручання у діяльність фінансових інститутів у більшості країн

супроводжувалося посиленням контролю за їхніми операціями, що особливо важливо для стійкості фінансового ринку, а також підвищення довіри до нього з боку потенційних інвесторів. Основні заходи стосуються прозорості діяльності фінансових посередників, їхньої відповідальності за надану інформацію, оптимізації системи управління ризиками, а також регламентування інвестиційних операцій на ринку цінних паперів.

З метою запровадження ефективних механізмів спільної діяльності країн ЄС у надзвичайних ситуаціях і врегулювання розбіжностей між регуляторами у фінансовому секторі передбачено усунення недоліків на макро- і мікрорівнях пруденційного нагляду завдяки створенню Європейської ради із системного ризику і Європейської системи фінансового нагляду. Створено Європейську організацію з цінних паперів та ринків, Європейську банківську організацію, Європейську організацію страхування і пенсійного забезпечення. Потрібно зазначити, що нині існують три фінансові комітети, які здійснюють мікропруденційний нагляд на рівні ЄС виключно з консультативними повноваженнями: Комітет європейських регуляторів цінних паперів, Європейський комітет органів банківського нагляду, Європейський комітет страхового та пенсійного нагляду. Нові організації виконують також функції цих комітетів. Це сприяє формуванню єдиного фінансового ринку як частини спільного ринку ЄС завдяки принципам: 1) мінімальної гармонізації національного законодавства; 2) контролю державної реєстрації; 3) взаємного визнання достатності правового регулювання іншої держави-члена ЄС; 4) єдиної ліцензії на професійну діяльність фінансових установ.

Сучасні моделі регулювання фінансових ринків, що сформувались у посткризовий період, наведено у табл. 3.7;

3) *диверсифікація фінансової та страхової діяльності, розмивання кордонів між депозитними та недепозитними фінансовими посередниками*. Наприклад, у США розвиток різних фінансових інститутів, зростання масштабів і різноманітності виконуваних ними операцій ведуть до поступового об'єднання в єдину інтегровану систему, в якій законодавчі або історичні перепони, що визначають спеціалізацію окремих сегментів, стають усе

більш умовними. Аналогічні тенденції спостерігаються у Західній Європі та Японії, де з 1999 р. банки, страхові й брокерські компанії отримали дозвіл займатись усіма видами фінансових операцій. У підсумку в країнах з банківською моделлю фінансового ринку збільшується частка активів страхових компаній, НПФ та інших фінансових інститутів щодо ВВП, а у країнах з небанківською моделлю – частка депозитних корпорацій.

Таблиця 3.7

Європейська та американська моделі регулювання фінансового ринку

Європейська модель	Американська модель
Європейська рада із системних ризиків	Рада нагляду за фінансовою стабільністю
Центробанки країн-членів ЄС	Агенція із захисту споживачів фінансових послуг
Регулятори фінансових ринків країн-членів ЄС	Комісія з цінних паперів
Європейська система фінансового нагляду	Офіс кредитних рейтингових агентств
Європейські наглядові органи за ринками	Інвестиційний дорадчий комітет
Об'єднаний комітет наглядових органів	Офіс інвестиційного адвоката
	Федеральна резервна система та її установи
	Федеральна корпорація страхування депозитів
	Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами

У спробах завоювати клієнта фінансові інститути стали позиціонувати себе як *фінансові супермаркети* – універсальні інтегровані фінансові посередники. Найбільшого розвитку вони досягли у країнах Бенілюксу, Південній Європі, США і Японії (наразі спроби створення таких альянсів у найконсервативнішій Північній Європі не вдалися). До основних світових моделей єдиного фінансового сервісу можна віднести дистриб'юторський договір або стратегічний альянс, де банк виконує агентські функції, виступає як канал продажів стандартизованих страхових та/або інвестиційних продуктів; спільне підприємство = банк + страхова компанія або інвестиційна компанія. Виникнення афілійованих банку страхових або інвестиційних компаній (загальні акціонери), коли для банку розробляються спеціальні страхові або інвестиційні продукти; *M&A*-модель, де банк повністю або частково

володіє страховою чи інвестиційною компанією; формування банком нової страхової компанії; створення фінансового супермаркету, що пропонує одночасно різні фінансові послуги під єдиним брендом. У підсумку фінансові супермаркети отримують такі переваги: збільшення обсягів продаж фінансових інструментів і послуг; отримання додаткових комісійних доходів; збільшення клієнтської бази; розширення продуктової лінійки тощо.

Одночасно зменшуються відмінності між національними моделями розвитку фінансового ринку, структура якого у різних країнах поступово зближується. Однак залежність одних фінансових інститутів від інших у підсумку може негативно відбитися на стійкості фінансового ринку країн світу. Саме таку картину і спостерігали під час останньої фінансової кризи, що розпочалась у банківському секторі США і потягнула за собою інші фінансові установи – страхові компанії, хедж-фонди, НПФ тощо;

4) *розвиток інформаційних технологій*. Кінець ХХ – початок ХХІ стст. відзначилися потужним охопленням країн світу мережею Інтернет, комп'ютерними технологіями, зв'язком тощо. Якщо аналізувати види економічної діяльності, що стимулюватимуть зростання економіки найближчі роки, то інформаційні та комунікаційні технології посіли перше місце. Досягнення у цій сфері істотно вплинули на діяльність фінансових інститутів. Передусім було автоматизовано і радикально здешевлено проведення багатьох фінансових операцій, що сприяло їхній доступності, а також диверсифікації фінансової та страхової діяльності. З'явилися нові напрями роботи, що пов'язані з продажем послуг через Інтернет (інтернет-банкінг, інтернет-трейдинг, інтернет-страхування), а також нові фінансові інститути, які спеціалізуються на електронній комерції, наприклад інтернет-банки тощо.

Інформаційні технології сприяють формуванню мережевого принципу організації фінансових потоків, розвитку мережевої економіки (*networked economy*). Активно розвиваються банки, які надають послуги лише в Інтернеті. Світовими лідерами таких операцій є скандинавські країни. Традиційні пластикові картки скоро стануть раритетними, адже на їхнє місце приходять безконтактні картки, які приймаються у 300 тис. торговельних точках

світу, все доступніше стає торгівля на основі бездротового високочастотного зв'язку через смартфони (*NFC*-платежі). Крім того, банківські ліцензії мають сьогодні не тільки такі гіганти, як *Google*, *Facebook*, *PayPal*, *Hewlett Packard*, а й тисячі дрібних компаній, що спеціалізуються на системах платежів і *IT*-розробках. Найбільш інноваційним банком світу є *Deutsche Bank*, а в Україні кілька років поспіль лідирує ПриватБанк, хоча перешкодами для розвитку інтернет-банкінгу в Україні продовжує залишатись невелика кількість користувачів Інтернету, відсутність належної нормативно-правової бази, а також недовіра клієнтів до фінансових установ.

Щодо ринку цінних паперів, то за деякими прогнозами, завдяки прогресивним технологіям через 5–7 років у Європі залишиться лише 3–4 біржі. Свідчення цьому – об'єднання фондових бірж Парижа, Брюсселя та Амстердама, бірж Португалії у єдину *Euronext*. Приєднується до неї і *Deutsche Bourse*, яка має партнерські стосунки з біржами Дубліна та Відня, які будуть потенційно об'єднані, а Гельсінська біржа поглинула Талліннську. Лондонська фондова біржа об'єднана з *TMX Group*, яка володіє Торонтською біржею. Біржа Сінгапуру зробила пропозицію про купівлю провідного австралійського майданчика *ASX*. Прогнозується зникнення угорських і польських бірж. У підсумку ж інтеграція європейських бірж може утворити глобальну структуру, що матиме близько половини капіталізації Європи, адже третина акцій котирується в Лондоні та 12 % – у Франкфурті.

Проте досить широкі електронно пов'язані глобальні ринки не змінюють вірогідності фінансових бумів, роблять їх потенційно більшими та пов'язують національні ринки між собою, збільшуючи можливість краху усіх разом, що неодноразово доводилося спостерігати;

5) зміна інвестиційних уподобань домогосподарств, особливо у континентальній Європі, де населення довгі роки традиційно зберігало кошти на депозитах або ощадних рахунках, а тепер зі зростанням добробуту поступово переорієнтовується на вкладення коштів у більш ризиковані і дохідні інструменти (напрямку або через взаємні фонди). Усе це стимулює швидке зростання активів

інститутів, що орієнтовані на роботу з цінними паперами. Наразі у більшості країн збільшуються активи у валюті та депозитах.

Американці ж залишаються найбільшими фінансовими інвесторами: вартість придбаних населенням акцій перевищує вартість акцій будь-яких інших інвесторів. Якщо враховувати, що кошти ІСІ і НПФ, страховиків є також коштами населення, то воно виступає головним інвестором у цінні папери;

б) *демографічні чинники, що пов'язані зі старінням населення планети.* Прогнозується, що наступні 20 років постійне старіння населення призведе до подальшого збільшення частки пенсійних виплат до ВВП практично у всіх країнах світу на 1 %. Зі зростанням частки населення пенсійного віку потрібно очікувати, що зменшаться і неорганізовані заощадження. І проблема полягає у недостатності довгих пасивів фінансових корпорацій за збереження високого попиту на довгі гроші. За цих умов різко зростає важливість інших джерел довгого фінансування – держави та інвесторів з тих країн, де збільшення частки пенсіонерів ще не відбулось, тобто країн, що розвиваються.

Нині реформування у сфері пенсійного забезпечення пов'язується здебільшого з підвищенням пенсійного віку, що реально веде до збільшення розміру активної робочої сили стосовно кількості пенсіонерів. Такий сценарій сьогодні розглядається більшістю країн світу. За відсутності необхідних реформ, скорочення статей витрат, змін у розподілі ризиків фінансові витрати у зв'язку зі старінням населення й обумовлені цим зобов'язання держави можуть призвести до інтенсивного тиску на державні фінанси та суверенні рейтинги. Крім того, існує також невизначеність щодо оцінок і масштабів зобов'язань, що пов'язані зі старінням. Управляючі фінансовими активами пропагують введення нових фінансових інструментів і збільшення наявного обсягу боргових цінних паперів для забезпечення якіснішого управління ризиками.

Щодо України, як і в інших країнах СНД, то тут формується також комплементарна модель фінансового ринку з притаманними їй підвалинами. Переважно боргова природа фінансування економіки та нерозвиненість фінансового ринку призвели до того,

що на ринках, що розвиваються (*emerging markets*), банки прагнуть бути основними гравцями у сфері операцій з корпоративними цінними паперами. Зокрема, відповідно до Закону України від 07.12.2000 № 2121-III «Про банки і банківську діяльність», до банківських послуг належать:

1) залучення у вклади (депозити) коштів та банківських металів від необмеженого кола юридичних і фізичних осіб;

2) відкриття та ведення поточних (кореспондентських) рахунків клієнтів, у тому числі у банківських металах, та рахунків умовного зберігання (ескроу);

3) 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.

Банк, крім надання фінансових послуг, має право здійснювати також діяльність щодо: 1) інвестицій; 2) випуску власних цінних паперів; 3) випуску, розповсюдження та проведення лотерей; 4) зберігання цінностей або надання в майновий найм (оренду) індивідуального банківського сейфа; 5) інкасації коштів та перевезення валютних цінностей; 6) ведення реєстрів власників іменних цінних паперів (крім власних акцій); 7) надання консультативних та інформаційних послуг щодо банківських та інших фінансових послуг. Поданий перелік свідчить, що українські банки можуть бути портфельними інвесторами, а також конкурувати з іншими посередниками на фінансовому ринку.

Контрольні запитання

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?

Тести

1. Сектор фінансових корпорацій складається з такої сукупності інституційних одиниць:
 - а) усі фінансові корпорації;
 - б) дочірні підприємства корпорацій-нерезидентів, які надають фінансові послуги на території України тривалий період;
 - в) усі НКО, які надають ринкові фінансові послуги;
 - г) усі відповіді правильні.
2. Фінансові корпорації поділяються на:
 - а) фінансові посередники; допоміжні фінансові корпорації; інші фінансові корпорації;
 - б) національні та під іноземним контролем;

- в) банківські та небанківські фінансові установи;
- г) правильної відповіді немає.

3. До інвестиційних фондів негрошового ринку віднесені:

- а) фонди фінансування будівництва;
- б) корпоративні інвестиційні фонди;
- в) колективні інвестиційні схеми;
- г) правильної відповіді немає.

4. Кептивні фінансові корпорації включають:

- а) ломбарди;
- б) холдингові корпорації, які є лише власниками активів;
- в) трасти;
- г) усі відповіді правильні.

5. Фінансова установа – це юридична особа, яка:

- а) надає одну чи декілька фінансових послуг;
- б) надає послуги (операції), пов'язані з наданням фінансових послуг, у випадках, прямо визначених законом;
- в) внесена до відповідного реєстру в установленому законом порядку;
- г) усі відповіді правильні.

6. До фінансових установ належать:

- а) установи накопичувального пенсійного забезпечення;
- б) інститути спільного інвестування;
- в) страхові брокери;
- г) усі відповіді правильні.

7. Ринкова модель фінансового сектору припинила своє існування після прийняття закону:

- а) Гласса-Стіголла;
- б) Грема-Ліча-Блайлі;
- в) Додда-Франка;
- г) правильної відповіді немає.

8. *Кредитна установа* – це фінансова установа, яка, відповідно до закону, має право:

а) за рахунок залучених коштів надавати фінансові кредити на власний ризик;

б) надавати грошові кредити за рахунок залучених і позичкових коштів за певну плату;

в) за рахунок залучених коштів надавати грошові кредити за принципами платності, повернення та платності;

г) правильної відповіді немає.

9. *Андерайтинг* – це:

а) розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням від імені та за рахунок емітента;

б) розміщення (підписка, продаж) цінних паперів андерайтером за дорученням від імені та за рахунок емітента;

в) гарантоване розміщення цінних паперів, що здійснюється андерайтером на підставі договору про підписку/продаж цінних паперів;

г) правильної відповіді немає.

10. *Адміністратор* надає послуги пенсійному фонду на підставі договору про адміністрування пенсійного фонду, який укладається з:

а) радою пенсійного фонду;

б) вкладниками пенсійного фонду;

в) засновниками пенсійного фонду;

г) учасниками пенсійного фонду.

Список рекомендованих джерел

1. Бачо Р. Й. Ринки небанківських фінансових послуг: регулювання розвитку (інституційні та аналітичні аспекти) : монографія / Р. Й. Бачо. – Ужгород : Вид-во ТОВ «РІК-У», 2016. – 448 с.

2. Євроінтеграційні аспекти розвитку ринків фінансових послуг : монографія / Н. М. Внукова, Р. Пукала, В. А. Смоляк [та ін.]; за заг. ред. Н. М. Внукової та Р. Пукала. – Харків : Ексклюзив, 2018. – 178 с.

3. Класифікація видів економічної діяльності (ДК 009:2010) : Наказ Держспоживстандарту України : від 11.10.10 № 457 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.nau.ua/doc/?code=vb457609-10>.

4. Класифікація інституційних секторів економіки України : Наказ Держкомстату України : від 18.04.05 № 96 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.kapitalizator.com/natsionalni-derzhavni-statystychni-klassyfikatsiyi-klassyfikatory>.

5. Коваленко Ю. М. Відповідність законодавства України у сфері фінансового сектору світовим правовим нормам / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник університету : зб. наук. праць. – Переяслав-Хмельницький : ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький державний педагогічний університет імені Григорія Сковороди», 2010. – Т. 1. – С. 111–117. – Спец. випуск.

6. Коваленко Ю. М. Проблеми у формуванні підсекторів сектору фінансових корпорацій економіки України / Ю. М. Коваленко // Економіка: проблеми теорії і практики : зб. наук. праць : в 7 т. – Т. I. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2010. – Вип. 261. – С. 22–30.

7. Коваленко Ю. М. Структура сектору фінансових корпорацій: міжнародні стандарти і проблеми вибору для України / Ю. М. Коваленко // Економіст. – 2011. – № 7 (297). – С. 43–47.

8. Коваленко Ю. М. Формування комплементарної моделі фінансового сектора / Ю. М. Коваленко // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 7 (197). – С. 42–47.

9. Корнеєв В. В. Фінансові посередники як інститути розвитку : монографія / В. В. Корнеєв. – К. : Основа, 2007. – 192 с.

10. Левченко В. П. Розвиток ринку небанківських фінансових послуг України : монографія / В. П. Левченко. – К. : ЦУЛ, 2013. – 368 с.

11. Мацук З. А. Фінансові послуги на ринку цінних паперів України: теорія та практика : монографія / З. А. Мацук. – К. : КНЕУ, 2018. – 367 с.

12. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Ф. С. Мишкін: пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин. – К. : Основи, 1998. – 963 с.

13. Науменкова С. В. Ринок фінансових послуг : навч. посіб. / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. – К. : Знання, 2010. – 532 с.

14. Небанківські фінансові установи: теоретичні засади / М. І. Диба, А. В. Бегун, О.В. Білошицький, Є. А. Поліщук // Управління безпекою небанківських фінансових установ : колективна монографія. – К. : КНЕУ, 2015. – С. 7–92.

15. Про банки і банківську діяльність : Закон України: від 07.12.2000 № 2121-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/B_zakon/law_BBD.pdf.

16. Про депозитарну систему України : Закон України : від 06.07.2012 № 5178-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>.

17. Про довірчі товариства : Декрет Кабінету Міністрів України : від 17.03.1993 № 23-93 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/23-93>.

18. Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів : Рішення НКЦПФР від 06.08.2013 № 1414 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1486-13>.

19. Про затвердження Положення про порядок надання фінансових послуг ломбардами : Розпорядження Держфінпослуг : від 26.04.2005 № 3981 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0565-05>.

20. Про інститути спільного інвестування : Закон України : від 05.07.2012 № 5080-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>.

21. Про інформаційні агентства : Закон України : від 28.02.1995 № 74/95-ВР [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/74/95-вр>.

22. Про кредитні спілки : Закон України : від 20.12.2001 № 2908-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/ru/2908-14>.

23. Про ліцензування видів господарської діяльності : Закон України : від 02.03.2015 №222-VIII [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/222-19>.

24. Про Національний банк України : Закон України : від 20.05.1999 №679-XIV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=679-14>.

25. Про недержавне пенсійне забезпечення : Закон України : від 09.07.2003 № 1057-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=5&nreg=1057-15>.

26. Про організацію формування та обігу кредитних історій : Закон України : від 23.06.2005 № 2704-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2704-15>.

27. Про страхування : Закон України : від 07.03.1996 № 85/96-ВР [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=3&nreg=85%2F96-%E2%F0>.

28. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України : від 12.07.2001 № 2664 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2664-14>.

29. Про холдингові компанії в Україні : Закон України : від 15.03.2006 № 3528-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/3528-15>.

30. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України : від 23.02.2006 № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.

31. Розвиток фінансових посередників у турбулентних умовах функціонування національної економіки : монографія / В. П. Ільчук, М. В. Дубина, Я. В. Жарій та ін. ; за заг. ред. В. П. Ільчука. – Чернігів : ЧНТУ, 2017. – 198 с.

32. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія / І. О. Школьник. – Суми : ВВП «Мрія-1» ЛТД, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

33. Demirgüç-Kunt A. The Evolving Importance of Banks and Securities Markets [Електронний ресурс] / A. Demirgüç-Kunt, E. Feyen, R. Levin. – Working Paper. – 2012. – № 18004. – Режим доступу : http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Banks_and_SecuritiesWP5805.pdf

34. Goldstein M. An Evaluation of Proposal to Reform the International Financial Architecture / M. Goldstein. – Monterey, California, 2000. – 51 p.

РОЗДІЛ 4

РЕГУЛЮВАННЯ ТА НАГЛЯД НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

- 4.1. Регулювання на фінансовому ринку: рівні та форми.*
- 4.2. Державне регулювання та нагляд на фінансовому ринку.*
- 4.3. Саморегулювання на фінансовому ринку.*
- 4.4. Система розкриття інформації учасниками фінансового ринку.*

4.1. Регулювання на фінансовому ринку: рівні та форми

У сучасному тлумачному словнику термін «регулювати» (англ. *regulate*) тлумачиться як: 1) налаштовувати (настроїти) (кількість тепла, звуку тощо) належним чином, контролювати; 2) налаштувати (інструмент або пристрій) таким чином, щоб він працював правильно; 3) привести у відповідність із правилом, законом або звичною практикою. Саме остання дефініція здатна розкрити сутність регулювання у різних сферах економічних відносин.

Для розкриття особливостей фінансового ринку як об'єкта регулювання, з'ясування видів, моделей і форм регулювання та їхніх трансформацій, відповідно до потреб фінансової практики, важливо звернутися до ринкового регулювання у загальній постановці цього питання. При цьому проблема втручання у ринкові механізми належить до найбільш дискусійних та є предметом наукових досліджень багатьох учених у різних країнах. Наразі преваючою є думка про те, що ринок не завжди оптимально розподіляє ресурси, що проявляється у таких обмеженнях:

- трансакційні витрати, що в основному пов'язані з отриманням інформації, обмежують вільне переміщення ресурсів;
- фактори часу та невизначеності, що здатні викривляти ціни, прогнози ринку та негативно впливати на алокацію (розміщення) ресурсів;

– нейтральність ринку до соціальних та моральних норм суспільства, нездатність ринку виробляти суспільні блага, що також не сприяє оптимальному розподілу ресурсів.

Звертається увага й на інші аспекти, що перетворюють ринкове регулювання у потребу. Зокрема, з позицій інституціональної теорії така потреба полягає в узгодженій взаємодії, у співіснуванні між цими різними способами координації трансакційних витрат, що супроводжують роботу і ринку, і фірми (*Р. Коуз*). Для ринку це затрати на пошук і отримання інформації, укладання контрактів, захист прав власності і захист інтересів усіх суб'єктів. Для фірм – витрати на управління діяльністю компанії, контроль за персоналом тощо. Отже, проявляється потреба в узгодженій взаємодії ринку та регуляторів.

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 призводять 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 правильних рішень і заважає нормальному функціонуванню ринку.

Необхідність регулювання фінансового ринку у загальному підході простежується вже з визначень фінансового ринку, що містяться у науковій літературі та відображають складність функцій, що виконуються цим ринком. Основні з них трактують фінансовий ринок як: а) середовище, у якому відбуваються грошові операції купівлі-продажу фінансових продуктів і послуг; б) грошові відносини між економічними агентами в процесі здійснення

угод з фінансовим товаром; в) механізм, що забезпечує взаємодію попиту та пропозиції на фінансовий товар і формування його ринкової ціни; г) джерело інформації (про діяльність учасників, ціни та кон'юнктуру, індикатори, динаміку та тренди розвитку, прогнози майбутнього, новації у технологіях і комунікаціях тощо), без якої економічні агенти не можуть реалізувати свої функції та ефективно взаємодіяти. Це пояснює, чому система регулювання фінансового ринку завжди була більш жорсткою та цілеспрямованою порівняно з іншими сферами економіки.

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 (див. рис. 1.2), 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 (див. табл. 3.3). Як зазначалось у розділі 2, 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.

Виділяючи окремі сегменти фінансового ринку, кожен із цих сегментів, у свою чергу, складається з окремих підсегментів, що також являють собою об'єкти регулювання. Так, виокремлений кредитний ринок включає в себе такі підсегменти, як ринки боргових зобов'язань і довгострокових цінних паперів, грошовий ринок – ринки депозитів, банківських металів, валютний, а також

короткострокових цінних паперів, ринок цінних паперів – пайових, довгострокових і короткострокових цінних паперів (рис. 1.2).

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

Таблиця 4.1

Макро- і мікрорегулювання у сфері фінансового ринку

Макрорівень	Мікрорівень
Обмеження на склад інвестиційних портфелів	Методики оцінки кредитоспроможності позичальника і внутрішні моделі оцінки ризиків позичкових портфелів
Державне гарантування (страхування) вкладів фізичних і юридичних осіб у банках, а також інвестицій на ринку цінних паперів	Стратегії обмеження ринкового, кредитного, операційного та інших видів ризику (лімітування, хеджування, внутрішній контроль тощо)
Відповідальність власників фінансових інститутів за його зобов'язаннями	Контроль з боку менеджменту корпорації
Обмеження на входження в галузь, розширення, злиття і поглинання	Документарне оформлення внутрішніх правил і процедур, затвердження схем виробництва фінансових послуг, опис регламенту встановлення лімітів і виключень, щоденна управлінська звітність
Обмеження на максимальні розміри відсоткових ставок і комісійних	Підписання загальних (генеральних) угод з основними контрагентами, що визначають стандартні умови проведення трансакцій (рівні авторизації, затверджені особи з правом підпису, правила розрахунків за операціями, реквізити, надання забезпечення тощо)
Мінімальний розмір капіталу для фінансових інститутів, що створюються, вимоги до складу і нормативів достатності банківського капіталу	Створення незалежних підрозділів із управління ризиками; проведення незалежних внутрішніх ревізій, що забезпечуватиме дотримання правил і процедур шляхом документарного відслідковування фінансових операцій
Пруденційний контроль за виконанням нормативів, верифікація моделей оцінки ризику, правила і процедури ліквідації фінансових установ тощо	Створення бек-офісу, який володіє технологіями і системами обробки інформації за фінансовими операціями

Продовження таблиці 4.1

Вимоги щодо оприлюднення інформації про фінансовий стан і ризик	Щоденне визначення портфельних та індивідуальних позицій у розрізі фінансових інструментів, контрагентів, фінансових ризиків тощо
Кількісні оцінки ризиків, методи їх розрахунку і/або нормативні вимоги до методик, що використовуються фінансовою установою	Чітке розподілення функцій між структурними підрозділами фінансового інституту
Стандарти організації і діяльності служб внутрішнього контролю і управління ризиками, рекомендовані органами нагляду	Незалежне оцінювання моделей та інших методів, що застосовуються для визначення поточної вартості фінансових інструментів

Мезоекономічний рівень регулювання фінансового ринку – це комплекс методів та інструментів у сфері світових фінансових відносин (валютних, кредитних, інвестиційних тощо). Їх реалізація повинна врахувати міжнародні рекомендації для учасників фінансового ринку, зокрема у сфері: ринку цінних паперів – Міжнародної організації комісій з цінних паперів (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*); банків – Базельського комітету з банківського нагляду (*Basle Committee on Banking Supervision*), зокрема *Basle III*; страховиків – Міжнародної асоціації органів страхового нагляду (*International Association of Insurance Supervisors – IAIS*), зокрема Директиви Європейського Парламенту та Ради № 2009/138/ЄС від 25.12.09 щодо здійснення діяльності зі страхування та перестраховування (*Solvency II*); для кредитних установ – Міжнародної асоціації кредитних спілок (*World Council of Credit Unions – WOCCU*); для пенсійних фондів – Міжнародної асоціації органів нагляду за недержавними пенсійними фондами (*International Organization of Pension Supervisors – IOPS*).

Макроекономічні механізми регулювання розробляються і приймаються вищими органами державної влади відповідно до основних принципів побудови фінансового ринку та відповідних обмежень (табл. 4.1). Органи-регулятори фінансового ринку в Україні здійснюють регулювання у контексті видів фінансової та страхової діяльності, а також відповідних послуг, зокрема щодо:

– ринку банківських послуг та діяльності з переказу коштів – Національним банком України (НБУ);

– щодо ринків цінних паперів та похідних цінних паперів (деривативів) – Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР);

– щодо інших ринків фінансових послуг – Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг).

Антимонопольний комітет України та інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників фінансового ринку та отримують від них інформацію у межах повноважень, визначених законом.

Цілями державного регулювання фінансового ринку є:

- проведення єдиної та ефективної державної політики;
- захист інтересів споживачів на ринку;
- створення сприятливих умов для розвитку та функціонування сегментів ринку;
- створення умов для ефективної мобілізації і розміщення фінансових ресурсів учасниками ринку з урахуванням інтересів суспільства;
- забезпечення рівних можливостей для доступу до ринку та захисту прав його учасників;
- додержання суб'єктами ринку вимог законодавства;
- запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції;
- контроль за прозорістю та відкритістю ринку;
- сприяння інтеграції в європейський та світовий ринки.

Державне регулювання діяльності на фінансовому ринку в Україні здійснюється шляхом:

1) ведення державних реєстрів фінансових установ і реєстрів осіб, які не є фінансовими установами, але мають право надавати окремі фінансові послуги, та ліцензування діяльності з надання фінансових послуг;

2) нормативно-правового регулювання діяльності фінансових установ;

3) нагляду за діяльністю учасників ринків фінансових послуг (крім споживачів фінансових послуг);

4) застосування уповноваженими державними органами заходів впливу;

5) проведення інших заходів з державного регулювання ринків фінансових послуг.

На *мікрорівні* можуть використовуватися власні, внутрішні механізми управління (табл. 4.1), що є загальноприйнятими у сфері фінансового ринку методами та моделями, але їх вибір і застосування визначається фінансовими корпораціями.

Саморегулювання у фінансовому секторі повинне виконувати такі цілі: протидія фінансовим ризикам; покращення інфраструктури ринку капіталу; досягнення оптимального співвідношення між державним регулюванням і саморегулюванням. Система інструментів саморегулювання має такий вигляд:

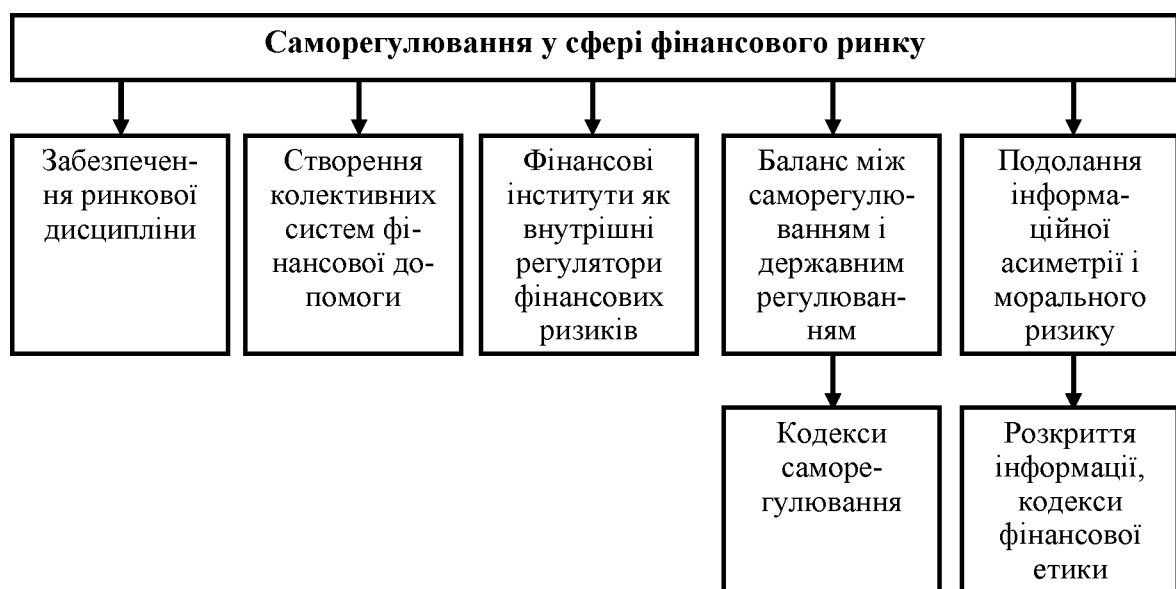


Рис. 4.1. Система саморегулювання у сфері фінансового ринку

У цілому фінансовий ринок є цілісністю, що визначає загальні цілі його регулювання на всіх рівнях:

1) підтримка фінансової стабільності у сегментах ринку в інтересах всіх його учасників;

2) забезпечення безінфляційного економічного зростання;

3) забезпечення руху капіталів (грошових потоків) між окремими видами економічної діяльності та країнами (регулювання платіжних балансів, валютних курсів);

- 4) розпізнавання передкризових сигналів, попередження фінансових криз;
- 5) створення умов для здорової та чесної конкуренції;
- 6) захист фінансових інтересів учасників ринкових відносин та їх активів, що акумульовані фінансовими посередниками;
- 7) досягнення максимальної інформаційної відкритості ринку та його учасників.

На кожному рівні регулювання цілі конкретизуються з урахуванням специфіки об'єкта, інвестиційного клімату країни, особливостей соціально-економічного розвитку, історичних традицій тощо. При цьому через поглиблення процесів фінансової глобалізації дедалі більше стираються відмінності між окремими об'єктами такого регулювання, що викликано такими причинами:

- 1) забезпечення економічних відносин у межах будь-якого сегмента фінансового ринку рухом грошей;
- 2) універсалізація фінансових посередників, тобто поступове їх перетворення у центри надання фінансових послуг – фінансові супермаркети, що набирають все більшого розвитку;
- 3) необхідність створення інститутів глобального регулювання фінансових ринків: стоїть питання про розробку єдиних стандартів і норм для всіх фінансових інститутів незалежно від їх спеціалізації.

У контексті зазначеного зрозумілим є існування багатьох видів, моделей та форм регулювання фінансового ринку.

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. Отже, 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.

У цілому співвідношення між державним і ринковим регулюванням визначається вигодами чи втратами у конкретній економічній ситуації. Так, в умовах економічних криз, війн, політичних конфліктів, загальній економічній нестабільності переважає державне регулювання, що може набувати жорстких форм. Навпаки, при стабілізації фінансово-економічної ситуації, як правило, спостерігається лібералізація фінансового ринку та стимулюється конкуренція.

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).

Традиційно більшість країн дотримуються *інституціональної моделі регулювання*, тобто регулювання та контроль сегментів фінансового ринку відбувається через різні регулятори. Така модель домінувала до 1980-их рр. та історично виправдовується низьким ступенем інтегрованості ринку (проте саме її використовує сьогодні Мексика і Китай).

Альтернативною стала *функціональна модель*, за якої різні напрями фінансової та страхової діяльності піддаються відповідному регулюванню з боку регуляторів, у межах компетенції яких перебуває нагляд і контроль добросовісності бізнесу. До країн з цим підходом відносять Францію та Італію, а також країни СНД, зокрема Україну. Головна проблема – вірогідність дублювання повноважень, перетинання сфер відповідальності, а також нерівномірність покриття регуляторного впливу.

Цікавою є *поцільова модель регулювання* («Твін-Пікс» (англ. *Twin Peaks* – дві вершини), за якої відбувається розподіл функцій: 1) забезпечення стійкості та безпеки фінансових інститутів і 2) контролю за добросовісністю ведення бізнесу між двома регуляторами. Вона реалізується, наприклад, Банком Нідерландів, який є одним із цільових регуляторів і відповідає за макрорегулювання. Так, у 2004 р. у ході реформування секторального підходу було обрано поцільовий підхід до регулювання фінансових інститутів. До 2007 р. сім секторальних законів було замінено

єдиним Актом із фінансового нагляду, що розділив сфери відповідності регуляторів за функціональною ознакою: Центральний Банк Нідерландів – пруденційний нагляд, Управління з фінансових ринків – контроль добросовісності ведення бізнесу.

У цілому функціонально-цільова модель передбачає встановлення норм, контролю, нагляду та захисту прав інвесторів через різні органи-регулятори задля досягнення конкретних цілей. Тобто стандарти, правила, вимоги є однаковими для всіх компаній, які функціонують на тому чи іншому сегменті фінансового ринку. За такої моделі створюються єдині універсальні стандарти регулювання для всіх фінансових інститутів. Цим можна пояснити більшу розповсюдженість у світі саме функціонально-цільової моделі регулювання, зокрема, й на ринках країн, що розвиваються.

Інтегровану модель регулювання фінансового ринку, коли всі фінансові інститути регулюються єдиним органом-регулятором, вперше було запроваджено у Сінгапурі. При цьому досвід реалізації концепції мегарегулятора свідчить, що у світовій практиці не існує єдиної його моделі з точки зору норм регулювання.

Кожна із моделей регулювання має свої переваги та недоліки, що наведено у табл. 4.2.

На практиці регулювання фінансових ринків розрізняють й окремі *форми регулювання*. Зокрема, виділяють:

– законодавчу, що включає законотворчу діяльність вищих національних і субнаціональних органів влади, прийняття законів, що регламентують процеси на фінансовому ринку в системі національної економіки;

– державну, що включає діяльність державних органів управління, відповідних служб з розробки та реалізації офіційних документів для виконання прийнятих законів, постанов уряду, інструкцій, методичних вказівок і наказів;

– саморегулювання, що передбачає діяльність саморегулювальних організацій, які створені професійними учасниками фінансового ринку із захисту їх інтересів, зокрема перед органами судової та виконавчої влади.

Переваги та недоліки моделей регулювання фінансових ринків

Переваги	Недоліки
<i>Інституціональне регулювання</i>	
1) ефективність у випадку, коли фінансові посередники діють у рамках одного сегмента; 2) достатня простота операцій, що здійснюються фінансовими посередниками	1) неефективність у разі високої активності фінансових посередників на різних сегментах ринку або виконання ними великої кількості функцій; 2) неможливість реалізації ефективною контролюючої активності у випадку конфлікту завдань
<i>Функціональне регулювання</i>	
1) здійснення регулювання діяльності посередників за функціями навіть за їх віднесення до різних сегментів ринку; 2) спеціалізованість, що дозволяє здійснювати регулювання інтегрованих ринків	1) втрата компетентності регуляторів через розділення регулювання однотипних структур; 2) кінцевий об'єкт регулювання – безпосередньо фінансові установи, не їх діяльність
<i>Поцільове регулювання</i>	
1) можливість регулювання за чітко вираженими цільовими сегментами; 2) відсутність надмірного збільшення апарату управління; 3) забезпечення загальноприйнятого регулювання для різних сегментів, що у певні проміжки часу переслідують однакову мету	1) багатоцільовий контроль кожного посередника, що є витратним для регулюючих органів; 2) дефіцит регулюючих органів і механізмів за неочевидності підконтрольної мети
<i>Мегарегулювання</i>	
1) наявність єдиного мегарегулятора, що дозволяє чітко визначити його відповідальність; 2) економія масштабу	1) залежність від внутрішньої організації фінансового ринку; 2) можливість виникнення штучних монорегуляторів

На сучасну практику регулювання фінансових ринків чинять суттєвий вплив глобалізаційні процеси, особливо прояви фінансової глобалізації. Важливо враховувати зміну існуючих та появу нових рис і каналів здійснення такого впливу, зокрема через зростання: 1) обсягів міжнародних потоків капіталу; 2) міждержавного виробництва фінансових послуг внаслідок експансії

фінансових посередників і прямого продажу фінансових інструментів іноземним клієнтам.

Гармонізація регулюючих функцій на фінансовому ринку, крім позитивних наслідків, містить також ряд проблем, що ускладнює розробку та впровадження загальносвітових стандартів й означає, що ці процеси не можуть повністю залежати від ринкових сил. Тому за розробки національної економічної політики країни повинні обирати власні шляхи гармонізації регулюючих функцій у фінансовій сфері.

Зміна форм і методів регулюючого впливу, що спричинені глобалізацією, вимагає посилення ролі недержавних інститутів зі встановлення регулюючих правил і норм. Прикладом цього може слугувати створення у 1975 р. першого недержавного утворення – Базельського комітету з питань банківського нагляду, завданнями якого стали координація та посилення контролю над банками і їх міжнародними операціями. І нині дедалі більшого розвитку набуває створення таких недержавних органів і формувань, які виробляють кодекси та зведення правил, що дозволяє оцінювати та порівнювати діяльність окремих країн і фінансових структур. Так, після негативних подій, що були спричинені світовою фінансовою кризою 2007–2008 рр., на міжнародному рівні було прийнято рішення про створення Ради з фінансової стабільності, а її основні завдання наведено у табл. 4.3.

Загалом майбутнє фінансової глобалізації пов'язують з універсалізацією фінансової та страхової діяльності, зближенням функцій та операцій банків, інвестиційних фондів, фінансових та страхових компаній тощо. Процеси їх злиття та утворення на цій основі нових гігантів супроводжуються перенесенням операцій фінансових інститутів у мережу Інтернет. Зазначені процеси будуть активізуватися і в частині використання стандартів, уніфікації «правил гри» на фінансових ринках. Це стосується стандартів бухгалтерського обліку і звітності, рейтингів, оцінки компаній і конкурентів, інвестиційно-кредитних досліджень, вимог до капіталу, стандартів у роботі фондових бірж, уніфікованих правил міжнародних банківських розрахунків, принципів банківського нагляду та контролю. При цьому позитивом є намагання

узгодження економічних вигід із інтересами людини, про що йдеться у Програмі розвитку ООН.

Таблиця 4.3

Основні завдання Ради з фінансової стабільності

1.	Аналіз чинників уразливості, що зачіпають фінансовий ринок, визначення та контроль забезпечення фінансової стабільності
2.	Сприяння координації роботи і обміну інформацією між органами, що відповідають за забезпечення фінансової стабільності
3.	Відслідковування змін на ринках і їх наслідків для вироблення політики регулювання і надання рекомендацій
4.	Надання рекомендацій з оптимального дотримання стандартів регулювання і здійснення постійного моніторингу
5.	Проведення спільних стратегічних оглядів діяльності міжнародних організацій із стандартів фінансової діяльності
6.	Встановлення керівних принципів для наглядових колегіальних органів і забезпечення участі у них системоутворюючих ТНК
7.	Планування надзвичайних заходів з регулювання криз, зокрема, щодо системоутворюючих ТНК
8.	Співпраця з МВФ у частині раннього попередження криз, що передбачає виявлення макроекономічних і фінансових ризиків, що виникають, інформування про такі випадки МВФ, представників G20, розробка певних заходів

В Україні реалізується програма співробітництва з європейськими регуляторами фінансових ринків, МВФ, Світовим банком, Європейським банком реконструкції та розвитку, Європейським інвестиційним банком, Банком міжнародних розрахунків, Міжнародною організацією комісій з цінних паперів, Міжнародною асоціацією страхових наглядових та іншими міжнародними організаціями у сфері фінансових ринків. При цьому програма розвитку національного фінансового сектору та ринку включає такі три етапи:

- очищення – виведення з ринку недобросовісних гравців, розкриття інформації про власників фінансових корпорацій;
- перезавантаження – забезпечення прозорості та рівноправності в ланцюжку «акціонер – менеджмент – клієнт», скасування всіх адміністративних обмежень, підвищення капіталізації учасників фінансового сектору, посилення захисту прав позичальників, кредиторів та інвесторів;

– створення передумов для довгострокового сталого розвитку – забезпечення стійкості та надійності фінансового сектору в довгостроковій перспективі, наближення стандартів регулювання платоспроможності та ліквідності банків до рекомендацій Базельського комітету, запровадження накопичувального пенсійного забезпечення, стимулювання ринку страхових та інших фінансових послуг і розвитку інфраструктури та інструментів фінансового сектору, створення додаткових гарантій фінансової надійності на випадок економічної рецесії, підвищення надійності системно важливих банків, підвищення інституційної спроможності регуляторів.

Їх реалізація вимагає активізації фінансової політики держави й удосконалення методологічних положень щодо регулювання фінансового ринку в Україні, від чого залежатиме рівень економічної безпеки держави.

4.2. Державне регулювання та нагляд на фінансовому ринку

Внутрішні й зовнішні шоки та дисбаланси в економічному розвитку посилюють потребу державного управління фінансовими ринками. Саме держава здатна локалізувати або знизити силу впливу негативних наслідків на ефективність останніх. При цьому державне регулювання фінансового ринку має свої особливості. Головна з них полягає в тому, що суб'єкти, які діють на цьому ринку, на відміну від виробників інших послуг, оперують в основному не власними ресурсами, а грошима, залученими в довірче управління. Тому управління ризиками на цьому ринку має значення не лише для виробника фінансових послуг, але й для макроекономіки, оскільки криза може спричинити банкрутство як самого фінансового інституту, так і розпад усього ланцюга економічних зв'язків і відносин.

Серед причин «ринкових збоїв» з позиції фінансового ринку *О. Вайт* називає такі: 1) ситуації підвищення сили ринку, які є наслідком таємної угоди, концентраційного, технологічного або

суспільного регулювання; 2) економіка масштабу (наприклад, на ринку капіталу, де існує зворотне відношення між об'ємом операцій і її витратами); 3) зовнішні ефекти (крах одного банку здатен призвести до недовіри до всієї банківської системи); 4) суспільні проблеми, що призводять до некоректного формування цін на ринках); 5) інформаційні асиметрії, що існують між покупцями та продавцями фінансових інструментів; 6) наявність індивідуумів, які не в змозі виділити особистий інтерес і вибрати привабливу форму заощаджень.

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

Щодо нагляду, то *державний нагляд (контроль)*, відповідно до Закону України «Про основні засади державного нагляду (контролю) у сфері господарської діяльності» від 05.04.2007 № 877-V, здійснюється за такими основними принципами:

- підконтрольності й підзвітності органу державного нагляду (контролю) відповідним органам державної влади;
- об'єктивності та неупередженості здійснення державного нагляду (контролю), неприпустимості проведення перевірок суб'єктів господарювання за анонімними та іншими безпідставними заявами, а також невідворотності відповідальності осіб за подання таких заяв;
- здійснення державного нагляду (контролю) лише за наявності підстав та в порядку, визначених законом;
- відкритості, прозорості, плановості й системності державного нагляду (контролю);
- неприпустимості дублювання повноважень органів державного нагляду (контролю) та неприпустимості здійснення заходів державного нагляду (контролю) різними органами державного нагляду (контролю) з одного й того самого питання;
- невтручання органу державного нагляду (контролю) у діяльність суб'єкта господарювання, якщо вона здійснюється в межах закону;
- дотримання умов міжнародних договорів України;

- орієнтованості державного нагляду (контролю) на запобігання правопорушенням у сфері господарської діяльності;
- недопущення встановлення планових показників чи будь-якого іншого планування щодо притягнення суб'єктів господарювання до відповідальності та застосування до них санкцій;
- здійснення державного нагляду (контролю) на основі принципу оцінки ризиків та доцільності.

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.

Використання єдиного механізму фінансового регулювання, що базується переважно на макропруденційному контролі окремих фінансових інститутів, не може забезпечити ефективний розвиток цієї системи. Розробка і впровадження комплексної системи регулювання фінансового ринку, використання мікро- та макропруденційного нагляду як єдиного механізму впливу на діяльність фінансових інститутів покликані вирішити проблеми фінансової системи країни.

Як зазначалось у розділі 4.1, державне регулювання фінансового ринку здійснюється щодо ринку банківських послуг та діяльності з переказу коштів – НБУ; ринків цінних паперів і похідних цінних паперів (деривативів) – НКЦПФР; інших ринків фінансових послуг – Нацкомфінпослуг. Усі ці регулятори зобов'язані співпрацювати згідно з положеннями Закону «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.2001 № 2664-III. За допомогою засобів зв'язку, що дозволяють фіксувати інформацію, ці регулятори своєчасно повідомляють один одному про будь-які спостереження та висновки, які є необхідними для виконання покладених на них обов'язків. Вони також мають право на доступ до інформаційних баз даних один одного, що ведуться з метою регулювання фінансового ринку.

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. НБУ у межах своїх повноважень сприяє фінансовій стабільності¹, зокрема стабільності банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню цілі цінової стабільності. Він також сприяє додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цінової та фінансової стабільності.

¹ Згідно з Законом України «Про Національний банк України» фінансова стабільність – стан фінансової системи, в якому вона здатна належним чином забезпечити можливість ефективно виконувати свої ключові функції, такі як фінансове посередництво та забезпечення здійснення платежів, і таким чином сприяти стійкому економічному зростанню, а також протистояти негативному впливу кризових явищ на економіку.

НБУ для забезпечення виконання покладених на нього функцій здійснює такі *операції*:

1) надає кредити банкам для підтримки ліквідності за ставкою не нижче ставки рефінансування НБУ та у визначеному ним порядку;

2) надає кредити Фонду гарантування вкладів фізичних осіб на умовах, визначених нормативно-правовими актами НБУ;

3) здійснює дисконтні операції з векселями і чеками в порядку, визначеному НБУ;

4) купує (крім купівлі в емітента) та продає цінні папери в установленому законодавством порядку;

5) відкриває власні кореспондентські та металеві рахунки у закордонних банках і веде рахунки банків-кореспондентів;

6) купує та продає валютні цінності з метою монетарного регулювання;

7) зберігає банківські метали, а також купує та продає банківські метали, дорогоцінні метали та камені, інші коштовності, пам'ятні та інвестиційні монети з дорогоцінних металів на внутрішньому і зовнішньому ринках без квотування і ліцензування;

8) розміщує золотовалютні резерви самостійно або через банки, уповноважені ним на ведення валютних операцій, виконує операції з золотовалютними резервами України з банками, рейтинг яких, за класифікацією міжнародних рейтингових агентств, відповідає вимогам до першокласних банків не нижче категорії А;

10) видає гарантії і поруки відповідно до положення, затвердженого Радою НБУ;

11) веде рахунок центрального органу виконавчої влади, що реалізує державну політику у сфері казначейського обслуговування бюджетних коштів, без оплати і нарахування відсотків;

12) виконує операції з обслуговування державного боргу, пов'язані із розміщенням державних цінних паперів, їх погашенням і виплатою доходу за ними;

13) веде особові рахунки працівників НБУ;

14) веде рахунки міжнародних організацій;

15) здійснює безспірне стягнення коштів з рахунків своїх клієнтів відповідно до законодавства України, в тому числі за рішенням суду;

16) веде рахунки Фонду гарантування вкладів фізичних осіб;

17) безпосередньо взаємодіє з Центральним депозитарієм цінних паперів для забезпечення своїх операцій з цінними паперами;

18) встановлює прямі кореспондентські відносини з міжнародними депозитаріями з метою здійснення функцій грошово-кредитної політики та управління державним боргом з метою депонування облігацій зовнішньої державної позики в іноземних депозитаріях;

19) забезпечує здійснення клірингу та розрахунків за правочинами на фінансових ринках шляхом участі у створенні та регулюванні діяльності Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках, у тому числі через можливість підтримання його ліквідності у порядку, визначеному НБУ;

20) веде інформаційну базу щодо договорів, які укладаються на фінансовому ринку, у порядку, визначеному НБУ.

НБУ має право здійснювати й інші операції, необхідні для забезпечення виконання своїх функцій.

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.

Наглядова діяльність НБУ охоплює всі банки, їх відокремлені підрозділи, афілійованих та споріднених осіб банків, банківські групи, учасників банківських груп на території України та за кордоном, установи іноземних банків в Україні, а також інших юридичних та фізичних осіб у частині дотримання вимог щодо здійснення банківської діяльності.

НБУ для цілей банківського нагляду має право:

– отримувати від державних органів та інших осіб інформацію щодо фінансового/майнового стану засновників банку та осіб, які набувають або збільшують істотну участь у банку, їх ділової репутації, джерел походження коштів, що використовуватимуться для формування статутного капіталу банку;

– вимагати від банків та їх керівників, банківських груп, учасників банківських груп усунення порушень законодавства, виконання нормативно-правових актів НБУ для уникнення або подолання небажаних наслідків, що можуть поставити під загрозу безпеку коштів, довірених таким банкам, або завдати шкоди належному веденню банківської діяльності. У разі якщо НБУ при здійсненні банківського нагляду дійшов висновку, що система управління ризиками банку є неефективною та/або неадекватною, банк зобов'язаний невідкладно розробити та подати на погодження НБУ відповідний план заходів, спрямованих на усунення недоліків;

– запровадити *особливий режим контролю* за діяльністю банку та призначити куратора банку. Особливий режим контролю є додатковим інструментом банківського нагляду. Під час здійснення особливого режиму контролю за діяльністю банку НБУ має право заборонити банку використовувати для розрахунків прямі кореспондентські рахунки та/або вимагати від банку проведення розрахунків виключно через консолідований кореспондентський рахунок.

НБУ здійснює банківський нагляд у формі інспекційних перевірок та безвізного нагляду. У межах останнього НБУ має

право письмово вимагати від банку копії документів, а також письмові пояснення з питань його діяльності.

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

Основними завданнями НКЦПФР є:

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

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

3) здійснення державного регулювання та контролю за емісією і обігом цінних паперів та похідних (деривативів) на території України;

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

5) сприяння розвитку ринку цінних паперів та похідних (деривативів);

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

7) здійснення державного регулювання та контролю у сфері спільного інвестування;

8) здійснення у межах компетенції державного регулювання та контролю у сфері накопичувального пенсійного забезпечення;

9) здійснення у межах компетенції державного регулювання і нагляду у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму;

10) здійснення у межах компетенції заходів щодо запобігання і протидії корупції;

11) здійснення у межах повноважень, визначених законодавством, нагляду на консолідованій та субконсолідованій основі за небанківськими фінансовими групами та їх підгрупами.

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

Контрольна діяльність. Одним із головних елементів державного регулювання ринку цінних паперів є контроль за діяльністю емітентів, професійних учасників, саморегульованих організацій. Проведення перевірок є одним із заходів реалізації виконання завдань НКЦПФР відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР. Контрольна функція НКЦПФР має на меті: 1) сприяння дотриманню вимог законодавства; 2) попередження порушень (зловживань) на ринку цінних паперів; 3) забезпечення дотримання прав та інтересів інвесторів, інших учасників ринку; 4) виявлення тенденцій та ризиків функціонування цього ринку. Контроль здійснюється НКЦПФР шляхом проведення планових та позапланових перевірок.

Фінансовий моніторинг – сукупність заходів, які здійснюються суб'єктами фінансового моніторингу у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму, що включають проведення державного фінансового моніторингу та первинного фінансового моніторингу. НКЦПФР здійснює державне регулювання і нагляд у цій сфері щодо фондових бірж, компаній з управління активами та інших професійних учасників фондового ринку (крім банків) відповідно до Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму» від 14.10.2014 № 1702-VII.

Правозастосування – це запобігання правопорушенням, а в разі їх виявлення – спрямування зусиль на оперативне та всебічне розслідування і вжиття заходів для їх недопущення у подальшому. Основні завдання: 1) захист інвесторів шляхом застосування заходів щодо запобігання порушень законодавства, невідворотного застосування санкцій за правопорушення; 2) припинення триваючих зловживань на ринку; 3) попередження протиправної поведінки шляхом порушення справ про правопорушення з відповідними наслідками у вигляді накладення санкцій за правопорушення.

Пруденційний нагляд передбачає систему заходів щодо зниження основних ризиків професійної діяльності на ринку цінних паперів, встановлює перелік, порядок розрахунку та нормативні значення пруденційних показників, що застосовуються для їх вимірювання та оцінки, визначає вимоги до професійних учасників фондового ринку щодо запобігання та мінімізації впливу ризиків на їх діяльність, а також встановлює періодичність здійснення розрахунків пруденційних показників та подання результатів таких розрахунків до НКЦПФР. *Пруденційні нормативи* – це кількісні та якісні показники, що встановлені НКЦПФР з метою здійснення пруденційного нагляду, обов'язкові для дотримання професійними учасниками ринку цінних паперів.

Моніторинг учасників ринку цінних паперів здійснюється з метою забезпечення функцій НКЦПФР щодо контролю за учасниками ринку та відповідно до Закону України «Про державне

регулювання ринку цінних паперів в Україні» 30.10.1996 № 448/96-ВР, інших нормативно-правових актів. НКЦПФР здійснює взаємний обмін інформацією у сфері моніторингу з такими органами державної влади відповідно до укладених з ними угод: Нацкомфінпослуг; Фондом державного майна України; Міністерством внутрішніх справ України; Рахунковою палатою України; Державною фіскальною службою України; Національним банком України, Державною службою статистики України, Державною службою фінансового моніторингу; Антимонопольним комітетом України.

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

Основними завданнями Нацкомфінпослуг є:

1) формування та забезпечення реалізації політики державного регулювання у сфері ринків фінансових послуг (крім ринку банківських послуг і ринків цінних паперів та похідних цінних паперів);

2) розроблення і реалізація стратегії розвитку ринків фінансових послуг та вирішення системних питань їх функціонування;

3) забезпечення розроблення та координації єдиної державної політики щодо функціонування накопичувальної системи пенсійного страхування;

4) здійснення в межах своїх повноважень державного регулювання та нагляду за наданням фінансових послуг і дотриманням законодавства у відповідній сфері;

5) захист прав споживачів фінансових послуг шляхом застосування у межах своїх повноважень заходів впливу з метою запобігання і припинення порушень законодавства на ринку фінансових послуг;

6) узагальнення практики застосування законодавства України з питань фінансових послуг і ринків та розроблення пропозицій щодо їх удосконалення;

7) розроблення і затвердження обов'язкових до виконання нормативно-правових актів з питань, що належать до її компетенції;

- 8) координація діяльності з іншими державними органами;
- 9) запровадження міжнародно визнаних правил розвитку ринків фінансових послуг.

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.

Вдосконалення фінансового ринку зумовлює потребу в постійному оновленні механізмів регулювання й нагляду також шляхом розвитку саморегулювання та підвищення ефективності взаємодії саморегулювних організацій і державних органів регулювання.

4.3. Саморегулювання на фінансовому ринку

У загальному розумінні *саморегулювання* – це самостійна діяльність, що здійснюється суб'єктами господарської або професійної діяльності, задачею якої є розробка та встановлення стандартів і правил зазначеної діяльності, а також контроль за дотриманням їх вимог. Це означає встановлення певних формалізованих «правил гри» для учасників того чи іншого сектору фінансового ринку, що зафіксовані у вигляді конкретних документів і включають санкції за порушення цих правил, механізми розв'язання конфліктів між учасниками ринку, які певною мірою обмежують волю економічних агентів. В умовах саморегулювання зазначені дії здійснюються самими учасниками ринку без прямого втручання держави.

У світовій практиці відомі кілька видів саморегулювання: делеговане, добровільне та змішане.

Делеговане саморегулювання передбачає, що держава передає певні функції щодо регулювання ринку (наприклад, ліцензування учасників ринку) саморегулювним організаціям (СРО), встановлює права та обов'язки щодо їх діяльності. Для всіх схем делегованого саморегулювання в силу його специфіки характерне встановлення більш жорстких вимог, що обов'язкові до виконання. Саме в цьому випадку виникають вимоги обов'язкового членства суб'єктів підприємницької (професійної) діяльності в СРО, страхування відповідальності заподіяння шкоди третім особам членами СРО (створення компенсаційних фондів), посилюються вимоги до СРО. Зазвичай делеговане саморегулювання займає домінуюче положення на ринку, будучи монополістом делегованих державою функцій.

Добровільне саморегулювання припускає встановлення та підтримку правил учасниками СРО без ухвалення або спеціального захисту з боку держави. Такі зобов'язання виходять за межі правових вимог або встановлених норм у тих сферах діяльності, де відсутні відповідні закони. Моніторинг за дотриманням добровільно прийнятих норм, а також за застосуванням штрафних санкцій у випадку їхнього недотримання здійснюється відповідним органом саморегулювання. При цьому забезпечення майнової відповідальності в сфері добровільного регулювання повинне будуватися на добровільних засадах, а учасники ринку, об'єднані на засадах саморегулювання, вправі самостійно вибирати форми забезпечення такої відповідальності, пов'язані з реалізацією взятих на себе зобов'язань.

Змішане саморегулювання містить у собі елементи двох вищезазначених видів. Воно характерне для тих країн, де держава чітко позначила в законодавчому порядку, що дотримання норм саморегулювання еквівалентно дотриманню закону. Ця схема не передбачає ні обов'язкового членства, ні обов'язкового дотримання норм. Можлива перевірка дотримання членами встановлених норм і застосування санкцій щодо організацій, які не дотримуються цих норм. Іншим варіантом можуть бути правові санкції, що застосовуються у звичайному порядку.

Вперше поняття «саморегулювальна організація» (*self-regulatory organization*) було використане у законодавстві США за часів

політики Нового курсу *Т. Рузвельта*. У ті часи створення таких організацій передбачалося Законом про ринок цінних паперів (*Securities Exchange Act of 1934*), відповідно до якого асоціаціям учасників ринку цінних паперів, національним фондовим біржам, Муніципальному правлінню з регулювання ринку муніципальних цінних паперів та зареєстрованим кліринговим агенціям надали статус СРО.

Саморегулювання здійснюється на умовах об'єднання суб'єктів господарської або професійної діяльності в саморегулівні організації, 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. 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 (*М. Хьюїт*). Функції СРО узагальнено у табл. 4.4.

До головних ознак ефективної СРО на фінансовому ринку, згідно зі світовою практикою, належать:

- а) наявність нормативних документів і внутрішніх процедур, що регламентують її діяльність на фінансовому ринку відповідно до визначених функцій і завдань;
- б) надання дозволів або права доступу на ринок, розробка та запровадження для ринкових посередників кваліфікаційних вимог;
- в) моніторинг діяльності конкретного сегмента фінансового ринку;
- г) контроль за дотриманням запроваджених правил роботи та взаємодії на фінансовому ринку;
- д) адміністрування механізму врегулювання спорів;
- е) розробка програм і організація системи навчання та підвищення кваліфікації учасників фінансового ринку;
- ж) обмін інформацією між саморегулівними організаціями та державними регуляторами.

Функції саморегулювних організацій в економіці

№	Функція	Зміст
1.	Інституційна	Формування та розвиток інституційного середовища через визначення правил гри для учасників конкретного ринку
2.	Регламентуюча	Здійснення регламентації процесу організації торгів на ринку, регулювання діяльності професійних учасників, визначення системи, порядку і форми здійснення платежів між учасниками тощо
3.	Контрольна	Забезпечення нагляду за дотриманням учасниками внутрішніх вимог організації і національного законодавства
4.	Організаційна	Створення організованого ринку з метою забезпечення ефективності та низького рівня ризикованості здійснення торгів
5.	Методологічна	Розроблення системи понять, методів, принципів, норм, методик, способів і засобів організації діяльності, необхідних при здійсненні регулювання
6.	Представницька	Представлення інтересів своїх учасників у взаємовідносинах з іншими СРО та органами державної влади
7.	Соціальна	Формування системи захисту прав своїх учасників перед іншими СРО та органами державної влади
8.	Координаційна	Налагодження взаємодії між діючими СРО та регулюючими органами державної влади
9.	Інформаційна	Забезпечення інформаційної прозорості функціонування своїх учасників через встановлення форм звітності
10.	Арібтражна	При СРО створені третейські суди, через які вирішуються спірні питання
11.	Мотиваційна	Спонування учасників СРО до здійснення законних та ефективних операцій на ринку через забезпечення нормальних умов функціонування та конкурентного середовища
12.	Інтеграційна	Сприяння входженню у світові ринки (грошовий, кредитний, ринок цінних паперів тощо)

В Україні діяльність СРО регулюється законами України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV, «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.2001 № 2664-III, «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР, «Про кредитні спілки» від 20.12.2001 № 2908-III, «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» від 12.07.2001 № 2658-III, Положенням «Про об'єднання професійних учасників фондового ринку» від 27.12.2012 № 1925 тощо. За положеннями цих нормативних актів СРО є неприбутковими товариствами, які здійснюють регулятивні повноваження щодо своїх членів.

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, установлених 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. Відмінності між вимогами до СРО та ОПУ наведено у табл. 4.5.

ОПУ фондового ринку набуває статусу СРО за певним видом професійної діяльності на фондовому ринку з дня надання НКЦПФР йому статусу СРО. ОПУ може об'єднувати професійних учасників, які здійснюють різні види професійної діяльності на фондовому ринку, і має бути зареєстрованим у встановленому законом порядку та створюється з метою захисту інтересів своїх членів. Об'єднання може подати документи для реєстрації ОПУ за одним чи декількома видами професійної діяльності, що здійснюють члени такого об'єднання.

Спільні риси та відмінності між ОПУ та СРО

Спільні риси	Відмінності	
	ОПУ	СРО
Неприбуткове об'єднання професійних учасників		
Проводять професійну діяльність і створюються з метою захисту інтересів своїх членів	Об'єднує не менше 35 % професійних учасників за кожним з видів професійної діяльності, які воно об'єднує	Об'єднує більше 75 % професійних учасників за одним із видів професійної діяльності
Діють за затвердженими правилами і стандартами професійної діяльності на ФР	Для забезпечення статутної діяльності повинні мати у власності активи у розмірі не менше 600 тис. грн	Для забезпечення статутної діяльності повинні мати у власності активи у розмірі не менше 1 млн грн
Керівники повинні мати бездоганну ділову репутацію	Мати стаж роботи на фінансовому ринку не менше 3-х років	Мати стаж роботи на фінансовому ринку не менше 5-ти років
Керівники повинні мати сертифікат на право здійснення професійної діяльності	За тими видами професійної діяльності, за якими об'єднання реєструється як ОПУ	За тими видами професійної діяльності, які здійснюються членами такої СРО
Наявність освіти у керівників	Не визначена	Обов'язкова вища економічна або юридична
Кожен член має однаковий обсяг прав	Членами є юридичні особи, які мають відповідну ліцензію на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів	Членами є професійні учасники

Документи на набуття статусу СРО з відповідного виду професійної діяльності подає ОПУ з того виду професійної діяльності, яке зареєстроване в законодавчо встановленому порядку.

Основні повноваження ОПУ та СРО на ринку цінних паперів

№	Повноваження ОПУ	Повноваження СРО
1.	Впровадження норм професійної етики в практичній діяльності учасників об'єднання	Впровадження норм професійної етики в практичній діяльності учасників об'єднання, зокрема шляхом розробки та прийняття кодексу професійної етики та здійснення контролю за його дотриманням членами організації
2.	Впровадження ефективних механізмів розв'язання спорів, пов'язаних з професійною діяльністю учасників об'єднання	Розроблення і затвердження методичних рекомендацій щодо провадження відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку
3.	Моніторинг дотримання Статуту та внутрішніх документів об'єднання його учасниками	Впровадження ефективних механізмів розв'язання спорів, пов'язаних з професійною діяльністю учасників об'єднання, зокрема шляхом представлення інтересів членів СРО в органах державної влади, судах, інших організаціях та захист їх інтересів
4.	Здійснення повноважень відповідно до мети створення, предмета діяльності, визначених Статутом такого ОПУ	Моніторинг дотримання Статуту та внутрішніх документів об'єднання його учасниками
5.		Розроблення і затвердження обов'язкових для виконання членами СРО Правил (стандартів) провадження відповідного виду професійної діяльності, за винятком тих, які прямо встановлені законом, у тому числі шляхом установа вимог до професійної кваліфікації працівників СРО
6.		Розроблення заходів, спрямованих на запобігання порушенням членами СРО норм законодавства та внутрішніх документів СРО, у тому числі при припиненні ними своєї професійної діяльності, зокрема шляхом подання до НК-ЦПФР відповідних документів щодо спроможності юридичною особою провадити професійну діяльність та щодо припинення такого провадження
7.		Застосування заходів дисциплінарного впливу до членів СРО у разі виявлення порушень Статуту СРО, внутрішніх документів СРО

СРО може виконувати інші повноваження, передбачені законом та статутом такого об'єднання, якщо передбачені в ньому повноваження не суперечать вимогам законодавства, а також додатково виконувати повноваження, передбачені у відповідному рішенні НКЦПФР про делегування повноважень з регулювання фондового ринку.

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 торговці»* – діяльність з торгівлі цінними паперами.

Відповідно до Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.2001 № 2664-III *саморегульвна організація 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.

На кредитному ринку діють асоціації та об'єднання, але не всі мають статус СРО. У Законі України «Про кредитні спілки» від 20.12.2001 № 2908-III з метою координації діяльності, надання взаємодопомоги та захисту спільних інтересів ці організації мають право на добровільних засадах створювати місцеві та всеукраїнські асоціації кредитних спілок, які є юридичними особами та утримуються лише за рахунок внесків кредитних спілок – своїх членів. Статус СРО на кредитному ринку має *Всеукраїнська асоціація кредитних спілок (ВАКС)*. Також в Україні працює декілька всеукраїнських об'єднань кредитних спілок без офіційного статусу: 1) *Українська об'єднана кредитна спілка (УОКС)* –

працює на базі Всеукраїнської асоціації кредитних спілок України; 2) *Об'єднана кредитна спілка Національної асоціації кредитних спілок України*¹; 3) *Об'єднана кредитна спілка «Програма захисту вкладів»*, що об'єднує кредитні спілки з усіх регіонів України.

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 взаємодокредитування. 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.

Щодо ринку послуг з недержавного пенсійного забезпечення, то, відповідно до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» (НПЗ) від 09.07.2003 № 1057-IV, тут може бути створена лише СРО адміністраторів недержавних пенсійних фондів – неприбуткова організація (непідприємницьке товариство), що створюється з метою встановлення професійних стандартів діяльності з адміністрування НПФ, захисту та представлення інтересів своїх членів, а також учасників НПФ.

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».

¹ *Національна асоціація кредитних спілок України* (НАКСУ) була створена у 1994 р. з метою розвитку кредитного руху в Україні та для поліпшення соціально-економічного стану всіх верств населення. Нині до складу НАКСУ входять 150 кредитних спілок з усіх областей України. НАКСУ об'єднує майже 500 тис. громадян і має в своїх активах близько 700 млн грн.

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

На ринку іпотечних фінансових інструментів існують СРО оцінювачів – всеукраїнські громадські організації, що об'єднують фізичних осіб, які мають статус СРО і здійснюють повноваження з громадського регулювання оціночної діяльності. Утворення та порядок їх діяльності регулюється законодавством про об'єднання громадян з урахуванням особливостей, що встановлені Законом України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» від 12.07.2001 № 2658-III.

Всеукраїнські громадські організації фізичних осіб, які визнані оцінювачами і претендують на визнання статусу СРО оцінювачів, повинні відповідати таким критеріям: 1) кількісний склад має налічувати не менше 250 оцінювачів; 2) 90 % членів загального кількісного складу СРО повинні здійснювати оціночну діяльність у будь-якій із її форм у складі суб'єктів оціночної діяльності; 3) наявність встановленої процедури внутрішньої сертифікації своїх членів з метою контролю за якістю оцінки майна, яка ними проводиться.

Вперше в Україні створено СРО арбітражних керуючих – *ГО «Асоціація антикризового менеджменту» та ГО «Національна саморегульована 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 цей ринок не має жодної саморегульованої організації. На статус СРО претендують *Ліга страхових організацій України (ЛСОУ), Асоціація «Страховий бізнес», Українська федерація страхування, Українська федерація убезпечення, 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».*

Отже, в Україні інститут СРО на сьогодні не досить розвинутий. Він обмежений організаціями, що регулюють діяльність на ринку цінних паперів, у сфері інвестицій і фінансів. Це пояснюється відсутністю нормативно-правової бази, яка б забезпечувала правове поле для функціонування СРО в інших сферах. Відповідні нормативно-правові акти перебувають сьогодні на етапі розробки. При цьому важливо враховувати переваги та недоліки саморегулювання. З одного боку, воно є інституційною можливістю, що досить суттєво відрізняється від державного регулювання і може виявитися незамінним у тих ситуаціях, коли державні органи через власні обмеження не зможуть прийти до оптимальних рішень. З іншого боку, існуюче інституційне середовище (висока конкуренція, організаційна структура СРО) може істотно вплинути на глибину конфлікту інтересів у СРО. У такому випадку переваги СРО можуть виявитися розмитими. Тому завдання національної системи регулювання та уряду країни вбачають у тому, щоб в існуючих інституційних умовах сформувати збалансовану систему регулювання фінансового ринку, яка мінімізує недоліки саморегулювання і максимально виявить його переваги.

Включення саморегулювання до загального державного регуляторного режиму функціонування установ фінансового сектору, за умови належного впровадження, дає змогу ефективніше та з меншими витратами реалізувати державні цілі відповідно до інтересів як суспільства, так і суб'єктів регулювання. При цьому головною передумовою має бути налагодження співпраці та координація їх спільної діяльності, а також усунення дублювання функцій одне одного.

4.4. 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 перебувають 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.

Фінансові установи повинні розкривати:

- 1) фінансову та консолідовану фінансову звітність, яка складається та подається відповідно до законодавства;
- 2) звіт про корпоративне управління (для фінансових установ, утворених у формі акціонерних товариств), що складається відповідно до вимог цього Закону, законів з питань регулювання окремих ринків фінансових послуг та прийнятих згідно з такими законами нормативно-правових актів органів, які здійснюють державне регулювання ринків фінансових послуг, і подається:
 - акціонерам фінансової установи;
 - органам, які відповідно до закону здійснюють нагляд за діяльністю відповідної фінансової установи, разом з річною звітністю;

3) звітні дані (інші, ніж фінансова та консолідована фінансова звітність), що складаються та подаються відповідно до вимог законів з питань регулювання ринків фінансових послуг та прийнятих згідно з такими законами нормативно-правових актів органів, які здійснюють державне регулювання ринків фінансових послуг;

4) іншу інформацію.

Фінансові установи, нагляд за діяльністю яких здійснюється Нацкомфінпослуг, повинні також розкривати шляхом розміщення на безоплатній основі в її загальнодоступній інформаційній базі даних про фінансові установи та на власних веб-сайтах (веб-сторінках) в обсязі та порядку, встановлених зазначеною комісією, таку інформацію:

– повне найменування, ідентифікаційний код та місцезнаходження фінансової установи;

– перелік фінансових послуг, що надаються фінансовою установою;

– відомості про власників істотної участі (у тому числі осіб, які здійснюють контроль за фінансовою установою);

– відомості про склад наглядової ради та виконавчого органу фінансової установи;

– відомості про відокремлені підрозділи фінансової установи;

– відомості про ліцензії та дозволи, видані фінансовій установі;

– річну фінансову та консолідовану фінансову звітність;

– відомості про порушення провадження у справі про банкрутство, застосування процедури санації фінансової установи;

– рішення про ліквідацію фінансової установи;

– іншу інформацію про фінансову установу, що підлягає оприлюдненню відповідно до закону.

Фінансові установи забезпечують доступність інформації, розміщеної на власних веб-сайтах (веб-сторінках), не менше ніж за останні три роки.

Щодо банківської діяльності, то *клієнт має право доступу до інформації щодо діяльності банку*. Банки зобов'язані на вимогу клієнта надати таку інформацію:

1) відомості, які підлягають обов'язковій публікації, про фінансові показники діяльності банку та його економічний стан;

2) перелік керівників банку та його відокремлених підрозділів, а також фізичних та юридичних осіб, які мають істотну участь у банку;

3) перелік послуг, що надаються банком;

4) ціну банківських послуг;

5) іншу інформацію та консультації з питань надання банківських послуг;

б) щодо кількості акцій (паїв) банку, які перебувають у власності членів виконавчого органу банку, та інформацію в обсязі, визначеному Національним банком України, про осіб, частки яких у статутному капіталі банку перевищують 5 %.

Обов'язки правління банку щодо інформування НБУ. Правління банку зобов'язане протягом трьох робочих днів інформувати НБУ про:

– звільнення керівника (керівників) банку та про кандидатуру на призначення на цю посаду;

– зміну юридичної адреси і місцезнаходження банку та його відокремлених підрозділів;

– втрати на суму, що перевищує 15 відсотків капіталу банку;

– падіння рівня капіталу банку нижче рівня регулятивного капіталу;

– наявність хоча б однієї з підстав для віднесення банку до категорії проблемних або неплатоспроможних або для відкликання банківської ліцензії та ліквідації банку;

– припинення банківської діяльності;

– повідомлення про підозру у вчиненні кримінального правопорушення керівнику банку, фізичній особі – власнику істотної участі або представнику юридичної особи – власнику істотної участі.

Банкам забороняється поширення реклами у будь-якій формі, що містить неправдиву інформацію про їх діяльність у сфері банківських послуг.

Банківська таємниця – інформація щодо діяльності та фінансового стану клієнта, яка стала відомою банку у процесі обслуговування клієнта та взаємовідносин з ним чи третіми особами 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 щодо 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.

Банки зобов'язані забезпечити збереження банківської таємниці шляхом:

- обмеження кола осіб, які мають доступ до інформації, що становить банківську таємницю;
- організації спеціального діловодства з документами, що містять банківську таємницю;
- застосування технічних засобів для запобігання несанкціонованому доступу до електронних та інших носіїв інформації;
- застосування застережень щодо збереження банківської таємниці та відповідальності за її розголошення у договорах і угодах між банком і клієнтом.

Вимога відповідного державного органу на отримання інформації, яка містить банківську таємницю, повинна:

- 1) бути викладена на бланку державного органу встановленої форми;
- 2) бути надана за підписом керівника державного органу (чи його заступника), скріпленого гербовою печаткою;
- 3) містити передбачені підстави для отримання цієї інформації;

4) містити посилання на норми закону, відповідно до яких державний орган має право на отримання такої інформації.

Банку забороняється надавати інформацію про клієнтів іншого банку, навіть якщо їх імена зазначені у документах, угодах та операціях клієнта.

НБУ має право розкривати інформацію про банк чи пов'язаних із банком осіб, що збирається під час проведення банківського нагляду і становить банківську таємницю, органам державної влади, уповноваженим здійснювати досудове розслідування в разі виявлення порушення законодавства, що містить ознаки кримінального правопорушення.

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.

Додаткові вимоги до розкриття інформації емітентами цінних паперів, які пройшли процедуру лістингу на фондовій біржі, встановлюються НКЦПФР.

Розкриття інформації про професійних учасників фондового ринку. НКЦПФР забезпечує оприлюднення інформації про професійних учасників фондового ринку (номер, дата видачі та строк дії ліцензії, обсяг повноважень згідно з ліцензією, керівник та уповноважена особа, що діє від його імені).

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.

Інформація щодо оцінки вартості цінних паперів та/або фінансово-господарського стану емітента, якщо вона отримана виключно на основі оприлюдненої інформації або інформації з інших публічних джерел, не заборонених законодавством, не є інсайдерською інформацією. Остання не вважається інсайдерською з моменту її оприлюднення відповідно до закону.

Особі, яка володіє інсайдерською інформацією, забороняється:

1) вчиняти з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочини, спрямовані на придбання або відчуження цінних паперів та похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, до моменту оприлюднення такої інформації;

2) передавати інсайдерську інформацію або надавати доступ до неї іншим особам, крім розкриття інформації в межах виконання професійних, трудових або службових обов'язків та в інших випадках, передбачених законодавством;

3) давати будь-якій особі рекомендації щодо придбання або відчуження цінних паперів та похідних (деривативів), щодо яких він володіє інсайдерською інформацією, до моменту оприлюднення такої інформації.

Фондова біржа повинна повідомити НКЦПФР про операції з цінними паперами та/або похідними (деривативами), які здійснюються на такій фондовій біржі, у разі, якщо існує підозра в тому, що під час здійснення таких операцій використовується або може бути використана інсайдерська інформація.

У цілому інформація на фінансовому ринку, що наведена у фінансовій звітності, повинна відповідати таким якісним характеристикам:

– зрозумілості, яку подають у фінансових звітах для користувачів (припускається, що користувачі мають відповідні знання з бізнесу, економічної діяльності та бухгалтерського обліку);

– доречності, що впливає на ухвалення економічних рішень користувачів, дає можливість оцінити ними події чи скоригувати їх оцінювання, зроблені в минулому;

– суттєвості, тобто її відсутність або викривлення може вплинути на економічні рішення користувачів звітності. У фінансових звітах повинна відображатись уся істотна інформація;

– достовірності – це відсутність суттєвих помилок та упередженості й відображення дійсного стану справ;

– правдивості – це реальне відображення операцій та інших подій, результатом яких є зміна активів, зобов'язань або капіталу банку на дату звітності;

– нейтральності – це відсутність в інформації упередженості. Фінансові звіти не є нейтральними, якщо в результаті відбору або викладу інформації вони впливають на прийняття рішення або на судження з метою досягнення заздалегідь визначеного результату;

– зіставності, тобто можливості порівнювати фінансові звіти за різні періоди для того, щоб визначати тенденції змін у фінансовому стані та результатах діяльності банку. Передумовами зіставності є наведення відповідної інформації попереднього періоду і розкриття інформації про облікову політику та її зміни;

– своєчасності, тобто несвоєчасне подання фінансової звітності може призвести до втрати доречності та достовірності інформації. Для досягнення оптимального співвідношення між доречністю та достовірністю потрібно брати до уваги задоволення потреб користувачів, які ухвалюють економічні рішення.

Користувачами фінансової звітності є вітчизняні та іноземні інвестори, клієнти, акціонери, кредитори, співробітники фінансових установ, позичальники, українські та міжнародні фінансові організації (Міжнародний валютний фонд, Світовий банк, Європейський банк реконструкції та розвитку, інші організації, членами яких є Україна), а також відповідні державні регулятори, СРО та ОПУ. Інформація з фінансової звітності використовується органами законодавчої та виконавчої влади (зокрема, фіскальними службами), широким колом науковців і ділових людей.

Учасники фінансового ринку зобов'язані не пізніше 30-го квітня, наступного за звітним роком, оприлюднювати річну фінансову звітність та річну консолідовану фінансову звітність, водночас для окремих учасників фінансового ринку (банки та страхові компанії) додатково надається вимога про оприлюднення звітності разом із аудиторським висновком, а також інформацію про власників істотної участі в таких фінансових інститутах шляхом публікації в періодичних виданнях та/або поширення як окремих друкованих видань чи розміщення в мережі Інтернет.

Вагомим інструментом формування ефективного механізму фінансового регулювання є тісна координація між усіма органами, що здійснюють регулювання, та ґрунтовний аналіз наявної у

них інформації з метою подолання недоліків, що присутні в нормативній базі.

Контрольні запитання

1. У чому полягає об'єктивна необхідність регулювання фінансового ринку?
2. Як можна охарактеризувати сутність фінансового ринку як об'єкта 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?

Тести

1. Який спеціалізований центральний орган виконавчої влади України регулює діяльність інститутів спільного інвестування:

- а) Міністерство фінансів України;
- б) Національний банк України;
- в) Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
- г) Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.

2. Який спеціалізований центральний орган виконавчої влади України регулює діяльність кредитних спілок:

- а) Міністерство фінансів України;
- б) Національний банк України;
- в) Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
- г) Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.

3. Метою державного регулювання фінансового ринку є:

- а) захист інтересів споживачів фінансових послуг;
- б) створення умов для мобілізації та розміщення фінансових ресурсів;
- в) запобігання монополізації ринку;
- г) контроль за прозорістю і відкритістю ринку.

4. Цілеспрямований вплив на систему взаємовідносин на фінансовому ринку з метою їх впорядкування і забезпечення захисту інтересів осіб, які беруть у них участь, – це ...

- а) грошово-кредитна політика;
- б) регулювання діяльності фінансових посередників на фінансовому ринку;

- в) депозитарна діяльність на фінансовому ринку;
- г) регулювання фінансового ринку.

5. Внутрішнє регулювання фінансового ринку здійснюється:

- а) саморегульованими організаціями;
- б) державними органами-регуляторами;
- в) міжнародними організаціями;
- г) НБУ.

6. Вплив на функціонування фінансового ринку через систему економічних відносин – це:

- а) пряме регулювання;
- б) непряме регулювання;
- в) нормативне забезпечення;
- г) інституційне забезпечення.

7. Яка з перерахованих організацій належить до саморегульованих:

- а) Українська асоціація інвестиційного бізнесу;
- б) Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
- в) Базельський комітет з банківського нагляду;
- г) Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.

8. Саморегульовані організації переважно діють на:

- а) страховому ринку;
- б) кредитному ринку;
- в) ринку цінних паперів;
- г) ринку нерухомості.

9. Яку кількість професійних учасників фінансового ринку повинна об'єднувати організація для визнання її саморегулювальною:

- а) 7 %;
- б) 75 %;
- в) 50 % + 1;
- г) 100 %.

10. Який спосіб поширення інформації НЕ може бути використаний для оприлюднення фінансової звітності:

- а) сайт;
- б) газета;
- в) власне друковане видання;
- г) радіо.

Список рекомендованих джерел

1. Антонова О. В. Ринок фінансових послуг : навч. посіб. / О. В. Антонова. – Х. : Вид-во Іванченка І. С., 2018. – 158 с.
2. Бачо Р. Й. Ринки небанківських фінансових послуг: регулювання розвитку (інституційні та аналітичні аспекти) : монографія / Р. Й. Бачо. – Ужгород : Вид-во ТОВ «РІК-У», 2016. – 448 с.
3. Еш С. М. Ринок фінансових послуг : навч. посіб. / С. М. Еш. – К. : Центр учбової літератури, 2015. – 400 с.
4. Єльнікова Ю. В. Саморегульвні організації: поняття, функції та принципи діяльності / Ю. В. Єльнікова // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2012. – Вип. 36. – С. 163–171. – Режим доступу : http://nbuv.gov.ua/UJRN/pprbsu_2012_36_20
5. Єфименко Т. І. Інформація в антикризовому управлінні: глобальний аспект стандартизації обліку та фінансової звітності / Т. І. Єфименко, В. М. Жук, Л. Г. Ловінська ; ДННУ «Акад. фін. управління». – К., 2015. – 400 с.
6. Залетов О. М. Сутність і принципи саморегулювання на страховому ринку / О. М. Залетов // Вісник Житомирського державного технологічного університету. – 2013. – № 2 (64). – С. 235–239. – Серія: економічні науки.
7. Зіміна І. А. Державний фінансовий контроль : навч. посіб. / І. А. Зіміна, О. С. Корнієнко, А. О. Трофімов ; Нац. ун-т кораблебудування ім. С. О. Макарова, Ін-т післядиплом. освіти. – Миколаїв : НУК, 2008. – 209 с.
8. Кий О. Саморегулювання на фінансовому ринку: реалії та перспективи [Електронний ресурс] / О. Кий // Україна фінансова. – Режим доступу : http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/012.htm.
9. Коваленко Ю. М. Рівні регулювання фінансового сектору в Україні / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник. – 2017. – Вип. 1. – С. 68–77. – Серія: фінанси, облік, оподаткування.

10. Онищенко В. О. Ринок фінансових послуг : навч. посіб. / В. О. Онищенко, Т. М. Завора. – Полтава : ПолтНТУ, 2017. – 409 с.

11. Онишко С. В. Державне регулювання національної економіки : навч. посіб. / С. В. Онишко. – Ірпінь : Національний університет ДПС України, 2007. – 358 с.

12. Про банки та банківську діяльність : Закон України : від 07.12.2000 № 2121-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>.

13. Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні : Закон України : від 16.07.1999 № 996-XIV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/996-14>.

14. Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму : Закон України від : 14.10.2014 № 1702-VII [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/1702-18>.

15. Про Національний банк України : Закон України : від 05.10.2000 № 2017-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/2017-14>.

16. Про недержавне пенсійне забезпечення : Закон України : від 09.07.2003 № 1057-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>.

17. Про об'єднання професійних учасників фондового ринку : Положення НКЦПФР : від 27.12.2012 № 1925 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0182-13>.

18. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України : від 12.07.2001 № 2664-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2664-14>.

19. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України : від 23.02.2006 № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

20. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів : монографія / за заг. ред. д.е.н., професора С. В. Онишко. – Ірпінь : Вид-во Національного університету ДПС України, 2016. – 452 с.

21. Розпутенко І. В. Економічне зростання в Україні: проблеми і здобутки: метод. вказівки / І. В. Розпутенко. – К. : К.І.С., 2011. – 135 с.

22. Саввина О. В. Регулирование финансовых рынков : учеб. пособ. / О. В. Саввина. – 2-е изд. – М. : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2012. – 204 с.

23. Саморегульвні організації [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <http://nssmc.gov.ua/fund/sro>.

24. Сич Є. М. Ринок фінансових послуг : навч. посіб. / Є. М. Сич, В. П. Ільчук, Н. І. Гавриленко. – К. : Центр учбової літератури, 2012. – 443 с.

25. Стрижиченко К. А. Державне регулювання фінансового ринку в умовах нової економіки : монографія / К. А. Стрижиченко. – Бердянськ : ФОП Ткачук О. В., 2013. – 352 с.

26. Хьюїт М. Саморегульвні організації (СРО) / М. Хьюїт // Проект ЄС «Посилення сектору фінансових послуг України». – 2009. – № 7. – С. 10.

27. Фінанси інституційних секторів економіки України / за заг. ред. Т. І. Єфименко, М. М. Єрмошенка. – К. : ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. – 584 с.

28. Institutional Structures of Financial Sector Supervision, Their Drivers and Emerging Benchmark Models [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/files/allaboutfinance/institutional_structures.pdf.

29. Groce R. D. Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies [Електронний ресурс] / R. D. Groce, F. Stewart, J. Yermo // OECD Journal: Financial Market Trends. – 2011. – № 1. – Режим доступу : https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/promoting-longer-term-investment-by-institutional-investors_fmt-2011-5kg55b0z1ktb.

30. White L. Technological Change, Financial Innovation, and Financial Regulation the Challenges for Public Policy [Електронний ресурс] / L. White. – Режим доступу : <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.155.1655&rep=rep1&type=pdf>.

РОЗДІЛ 5

ІНСТРУМЕНТИ РИНКУ ПАЙОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

5.1. Загальна характеристика та види пайових цінних паперів.

5.2. Сутність, види та механізм розміщення акцій.

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

5.4. Визначення вартості та дохідності пайових цінних паперів.

5.1. Загальна характеристика та види пайових цінних паперів

Одними із найбільш важливих фінансових інструментів вітчизняного ринку цінних паперів є пайові цінні папери. Поява та швидке розповсюдження такого виду цінних паперів у вітчизняній практиці зумовлювалися низьким рівнем нагромадження інвестиційних капіталів всередині країни, тому з другої половини ХІХ ст. провідною формою підприємницької діяльності стало акціонерне підприємництво, що в умовах відсутності чіткого механізму кредитного забезпечення підприємницьких ініціатив виявилось найбільш придатною формою їх інвестування.

Пайові цінні папери органічно влилися в систему фінансового інструментарію ринку цінних паперів та з часом стали його невід'ємною частиною. Ці інструменти забезпечують формування початкового капіталу підприємств/фінансових установ та залучення додаткового капіталу через здійснення повторних емісій, проведення реорганізації підприємств, часто слугують базовим активом похідних фінансових інструментів, надають можливість щодо отримання доходу від операцій з ними приватним інвесторам тощо.

Згідно з Законом 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).

Цінні папери інститутів спільного інвестування розглядатимуться у розділі 5.3.

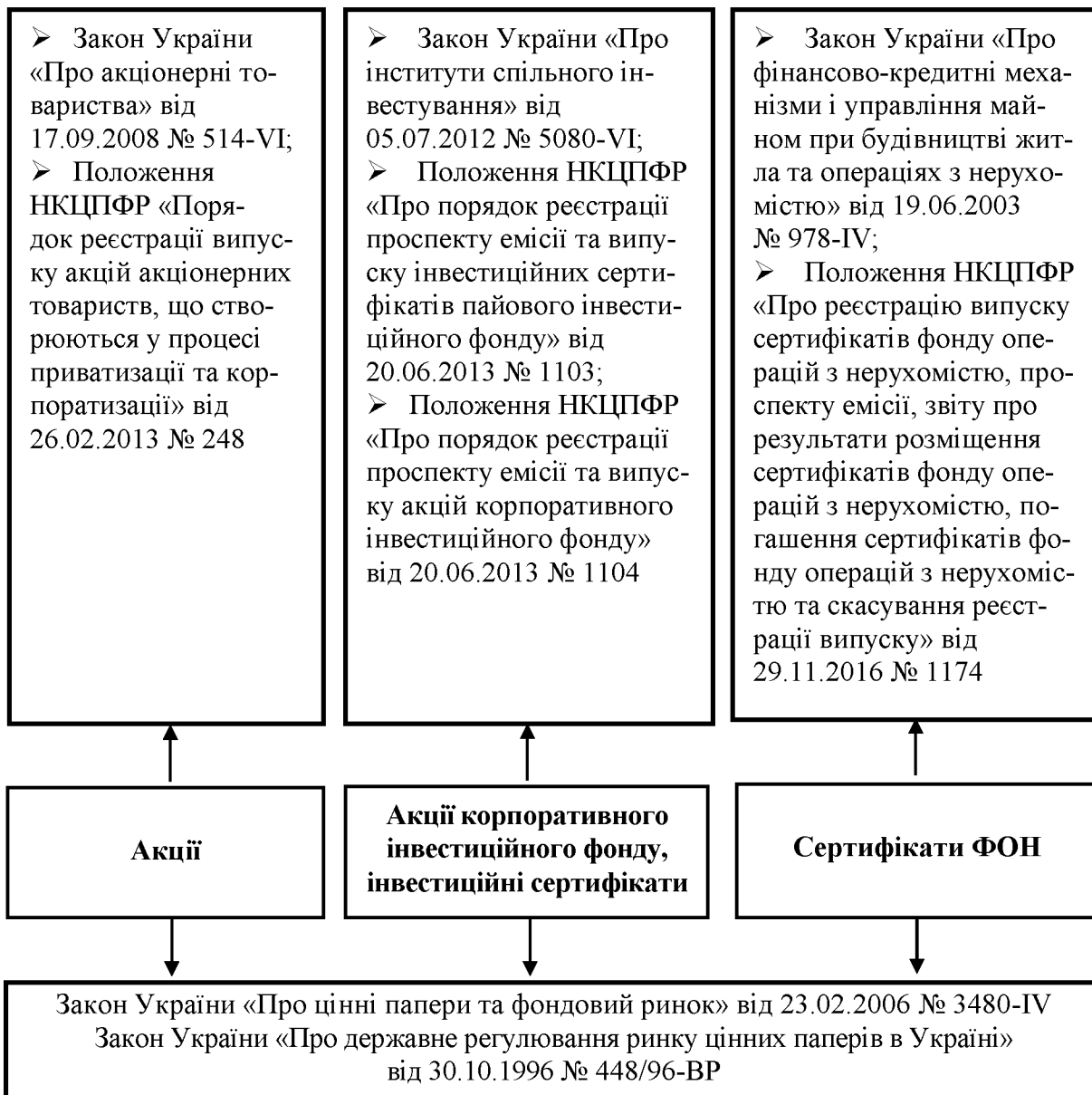


Рис. 5.1. Основне нормативно-правове забезпечення операцій з пайовими цінними паперами в Україні

Сертифікат ФОН – це цінний папір, що засвідчує право його власника на отримання доходу від інвестування в операції з нерухомістю. Більш детально вони розглядатимуться у розділі 5.3.

Випуск, розміщення та обіг різних видів пайових цінних паперів здійснюється згідно з діючим законодавством. Нормативно-правове забезпечення операцій з пайовими цінними паперами представлено на рис. 5.1.

У частині нормативно-правового забезпечення операцій з пайових цінних паперів спільним для всіх цих інструментів є те,

що вони регулюються двома основними законами – «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV та «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 48/96-ВР.

5.2. Сутність, види та механізм розміщення акцій

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

- 1) акція є неподільною;
- 2) емітентом акцій є акціонерне товариство;
- 3) акції існують виключно в бездокументарній формі;
- 4) акція має номінальну вартість, установлену в національній валюті;
- 5) акціонерне товариство розміщує тільки іменні акції;
- 6) акція має номінальну вартість, установлену в національній валюті. Мінімальна номінальна вартість акції не може бути меншою за одну копійку;
- 7) реєстрацію випуску акцій здійснює НКЦПФР в установленому нею порядку;
- 8) обіг акцій дозволяється після реєстрації НКЦПФР звіту про результати розміщення акцій та видачі свідоцтва про реєстрацію випуску акцій.

Сучасні акції мають розгалужену класифікацію за різними класифікаційними ознаками. Основні класифікаційні ознаки наведено на рис. 5.2.

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

У сертифікаті акції (акцій) зазначаються вид цінного паперу, найменування акціонерного товариства, серія і номер сертифіката, міжнародний ідентифікаційний номер цінного паперу, тип і

клас акцій, номінальна вартість акції, кількість акцій, що належить власникові за таким сертифікатом, ім'я (найменування) власника, підпис керівника емітента або іншої уповноваженої особи.

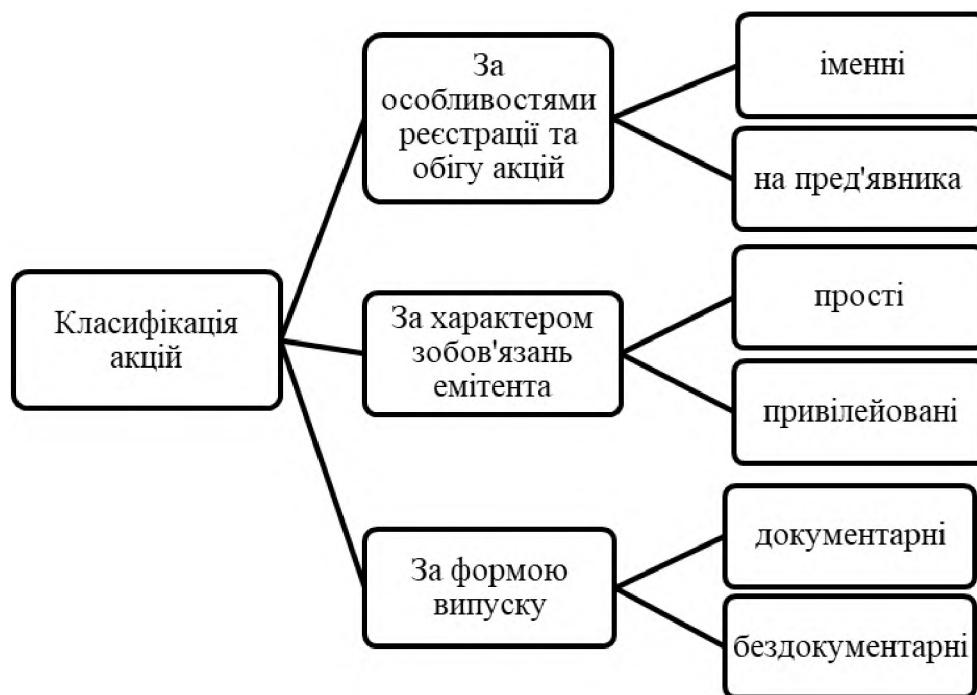


Рис. 5.2. Класифікація акцій за ознаками

Акціонерне товариство розміщує акції двох типів – прості та привілейовані. Їх порівняльну характеристику наведено у табл. 5.1.

Прості акції надають їх власникам право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання частини майна акціонерного товариства (АТ) у разі його ліквідації та інші права, передбачені законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств. Прості акції надають їх власникам однакові права.

Прості акції не підлягають конвертації у привілейовані акції або інші цінні папери акціонерного товариства. Надання будь-яких гарантій щодо отримання доходу (дивідендів) за ними забороняється.

Привілейовані акції надають їх власникам переважні стосовно власників простих акцій права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та на отримання

частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, а також надають права на участь в управлінні акціонерним товариством у випадках, передбачених статутом і законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Таблиця 5.1

Порівняльна характеристика простих та привілейованих акцій

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

Акціонерне товариство розміщує привілейовані акції різних класів (з різним обсягом прав), якщо така можливість передбачена його статутом. У такому разі у проспекті або рішенні про емісію цінних паперів зазначається черговість отримання дивідендів і виплат з майна ліквідованого товариства для кожного класу привілейованих акцій, розміщених акціонерним товариством, яка встановлюється статутом товариства. Привілейовані акції певних класів можуть бути конвертовані у прості акції або у привілейовані акції інших класів, якщо це передбачено проспектом або рішенням про емісію цінних паперів.

Частка привілейованих акцій у статутному капіталі акціонерного товариства не може перевищувати 25 %.

Права, що надаються певним випуском привілейованих акцій, є визначальними факторами для вартості, ризикованості та інвестиційної привабливості таких цінних паперів. Чинне національне законодавство у цій 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.

У світовій практиці виділяються такі види привілейованих акцій:

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 частку участі – залежно 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 (привілейовані акції з часткою участі розглядаються як цінні папери незалежно від того, чи дохід за дивідендами фіксований або визначається за формулою, водночас як привілейовані акції без частки участі відносять 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 викуповуються або відкликаються за фіксованою ціною на певну дату або протягом певного періоду часу на вимогу корпорації або власника;

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

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

Типи привілейованих акцій акціонерних товариств у країнах Європейського Союзу наведено у табл. 5.2.

У цілому у зарубіжній і вітчизняній практиці акції класифікують за їх належністю до відповідних груп компаній або видів економічної діяльності (рис. 5.3).

Термін «*блакитні фішки*» (*blue chip*), який широко використовується на ринку цінних паперів, прийшов з гри в покер. У 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 та зарекомендували себе стабільними виплатами дивідендів. Такий тип акцій вважається малоризиковим та стабільним для інвестування.

Акції зростання – це акції, за якими дивідендні платежі зазвичай не надто високі на фоні зростання прибутковості компанії, що випускає ці акції, вище середнього на ринку. Це пов'язано з тим, що компанії вважають за краще реінвестувати свої доходи в операційну діяльність замість виплати дивідендів. Це допомагає компанії зростати більш швидкими темпами. Оскільки компанія зростає 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 ці акції, в основному продають унікальні продукти. Швидше за все до цієї категорії належать високотехнологічні компанії, наприклад, компанії-розробники програмного забезпечення.

Типи привілейованих акцій у країнах Європейського Союзу

Тип	Опис
Кумулятивні привілейовані акції (<i>Cumulative preferred shares</i>)	Власники мають право на отримання фіксованих дивідендів раніше за звичайні акції і зберігають за собою право на будь-які накопичені дивіденди за привілейованими акціями
Некумулятивні привілейовані акції (<i>Non-cumulative preferred shares</i>)	Власники не мають права на накопичені дивіденди за привілейованими акціями
Привілейовані акції з часткою участі (<i>Participating preferred shares</i>)	Власники мають право брати участь у прибутку корпорації понад фіксованих дивідендів через додаткові змінні дивіденди, коли діяльність корпорації є успішною. Вони також беруть участь у розподілі залишкової вартості корпорації у разі її ліквідації
Привілейовані конвертовані акції з часткою участі (<i>Participating Convertible preferred shares</i>)	Власники мають ті ж права на отримання дивідендів, як і власники привілейованих акцій. Їм також дозволяється конвертувати привілейовані акції у прості акції для отримання надлишкового прибутку
Привілейовані акції, які не дають права на участь у розподілі (<i>Non-participating preferred shares</i>)	Власники мають право на отримання фіксованого дивіденду, але не беруть участі в розподілі залишкової вартості корпорації у разі її ліквідації
Викупні привілейовані акції/погашувані привілейовані акції (<i>Redeemable preferred shares</i>)	Можуть бути викуплені на вимогу корпорації або акціонера (за фіксованою ціною на певну дату або протягом обумовленого проміжку часу). Суворі умови щодо випуску та викупу акцій. Замість скасування акцій при викупі корпорація може володіти такими акціями, як зворотні (що викуплені у акціонерів), але вони не мають права голосу на зборах акціонерів, а дивіденди за такими акціями не виплачуються
Відкличні привілейовані акції (<i>Retractable preferred shares</i>)	Включають опції, що дозволяють власникам змусити корпорацію викупити частку на обумовлену дату
Безстрокові привілейовані акції (<i>Straight perpetual preferred shares</i>)	Не мають терміну погашення. Фіксовані дивіденди виплачуються протягом усього часу, поки акції є розміщеними
Привілейовані акції з опцією повторного встановлення ставки (<i>Rate reset or fixed floating rate preferred shares</i>)	Сплачуються фіксовані дивіденди до дати повторного встановлення ставки, яка, як правило, також є датою вимоги сплати акції
Привілейовані акції з плаваючою ставкою доходності (<i>Floating rate preferred shares</i>)	Дивіденди сплачуються на кварталній (або щомісяця) основі. Вони коливаються відповідно до розрахункової ставки як базової, хоча деякі можуть мати «підлогу» або мінімальну
Структуровані привілейовані акції (<i>Structured preferred shares</i>)	Синтетичні (що поєднують різні риси) привілейовані акції на основі портфеля простих акцій або портфеля, що сформований із різноманітних складних фінансових інструментів

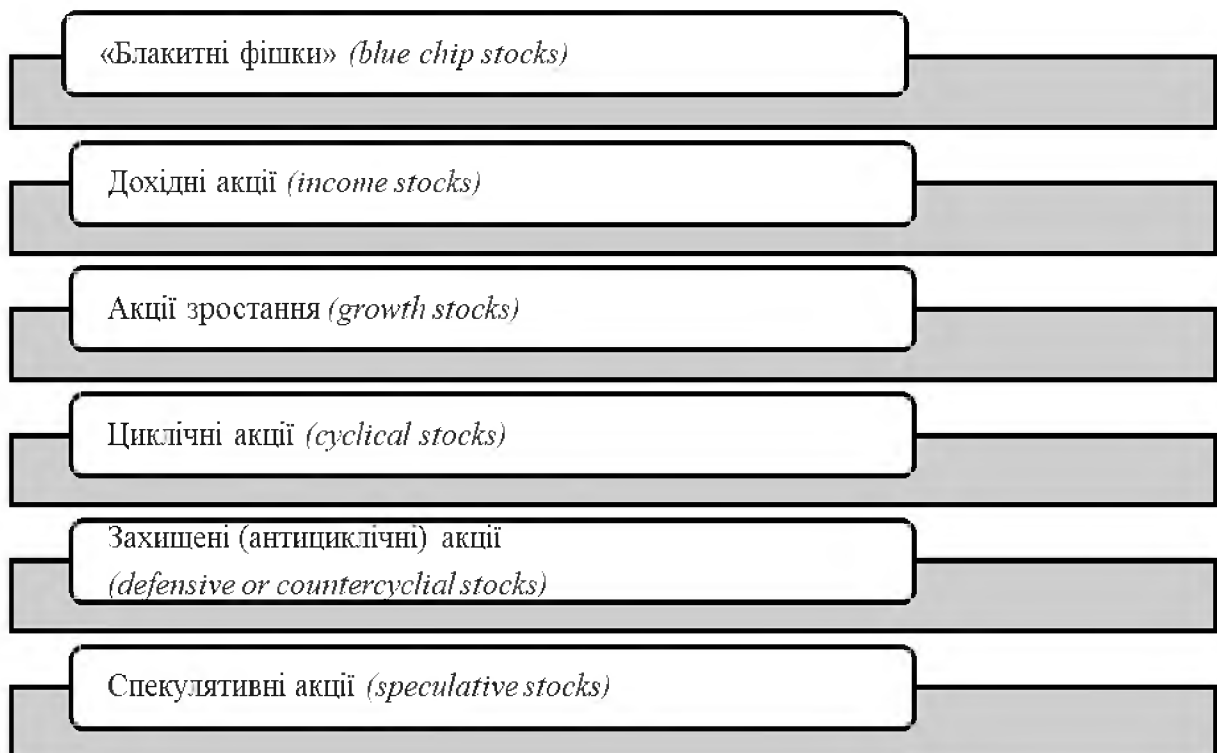


Рис. 5.3. Класифікація акцій у міжнародній і вітчизняній практиці

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 низькоризиковими.

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 таких галузях промисловості: металургійна, паперова, автомобілебудування тощо.

Захищені (антициклічні) акції. На відміну від циклічних акцій нециклічні акції належно справляються з економічними спадами,

оскільки попит на товари та послуги компаній, що емітують такі цінні папери, залишається порівняно стабільним незалежно від стану економіки. Часто акції цього виду одночасно класифікуються як дохідні. Класичним прикладом нециклічних запасів є побутові товари нетривалого 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 такий ризик. Ці акції зазвичай торгуються на позабіржових ринках, вартість купівлі їх значно нижча за середньоринкову.

Розміщення акцій – це відчуження акцій емітентом або андеррайтером шляхом укладення цивільно-правового договору з першим власником. Вимоги до цієї діяльності та процедури її здійснення визначаються нормами законодавства, положеннями установчого договору та статуту акціонерного товариства.

Розміщення акцій може здійснюватися як під час створення акціонерного товариства (первинне розміщення), так і в процесі його діяльності (повторне розміщення).

Розміщення акцій на ринку може здійснюватися безпосередньо емітентом (прямий продаж) або через професійних посередників ринку цінних паперів. В Україні поширеним є прямий продаж акцій емітентом, зокрема і банками. У країнах з розвиненим ринком цінних паперів поширеним є розміщення акцій через професійних посередників (андеррайтерів), що мають великий досвід проведення операцій на ринку.

Розміщення акцій може бути публічним і приватним (рис. 5.4).

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. Те саме стосується і акцій.

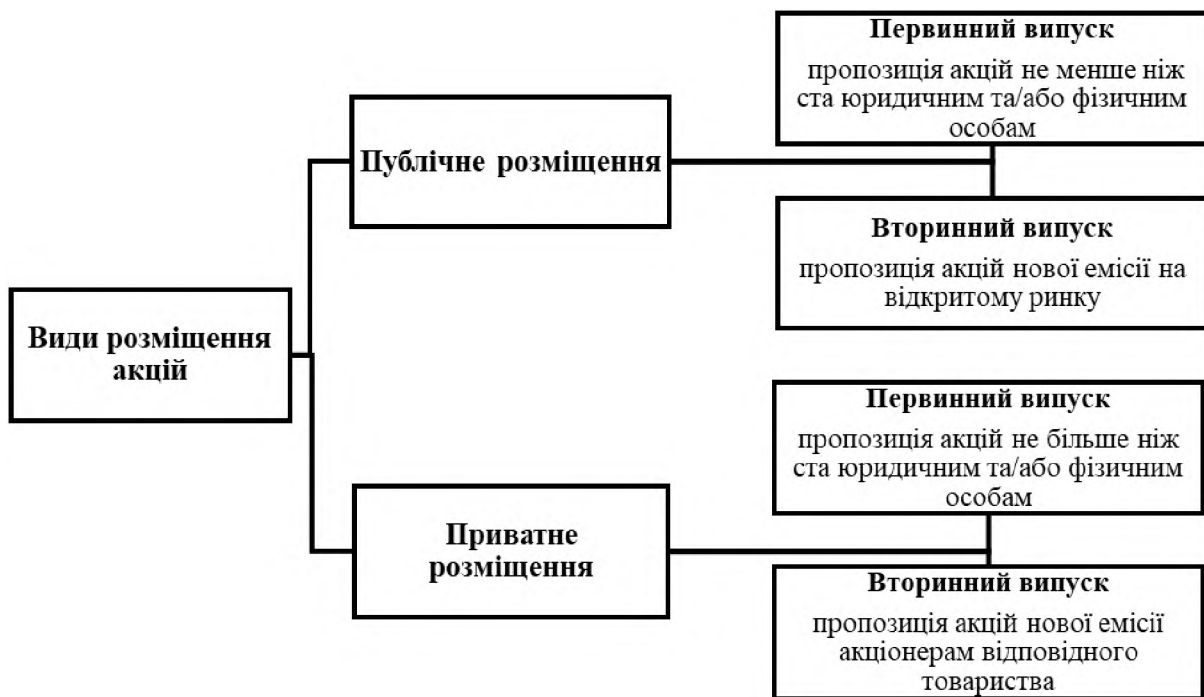


Рис. 5.4. Види розміщення акцій

Переваги та недоліки первинного публічного розміщення акцій (*IPO*) наведено у табл. 5.3.

Таблиця 5.3

Переваги та недоліки первинного публічного розміщення акцій (*IPO*)

Переваги	Недоліки
Можливість вийти на ринок цінних паперів міжнародного рівня і провести залучення довгострокових інвестицій	Значні витрати, пов'язані з оплатою послуг фінансових консультантів, юристів, аудиторів та ін.
Підвищення статусу компанії	Існування бюрократичних процедур
Відсутність боргового навантаження та можливість залучення довгострокового капіталу	Загроза втрати контролю над компанією за певних обставин
Зростання рівня економічної безпеки власників підприємства	Необхідність розкриття інформації

Щодо переваг, то підвищення статусу компанії передбачає, що публічне розміщення має значні переваги, що пов'язані зі встановленням комерційних відносин, оскільки вихід на міжнародний ринок цінних паперів збільшує кількість потенційних партнерів.

Відсутність боргового навантаження та можливість залучення довгострокового капіталу. Це зумовлено тим, що компанія, яка залучила такі кошти, не просто не повинна їх повертати, а має можливість вільно розпоряджатися ними. Тут існує лише вимога щодо виплати дивідендів за користування такими коштами (товариство у порядку, що встановлений статутом, повідомляє осіб, які мають право на отримання дивідендів, про дату, розмір, порядок та строк їх виплати. Протягом 10 днів із дня прийняття рішення про виплату дивідендів за простими акціями публічне акціонерне товариство повідомляє про дату, розмір, порядок та строк виплати дивідендів за простими акціями біржі, у біржовому реєстрі якої перебуває таке товариство).

Зростання рівня економічної безпеки власників підприємства, що відбувається за рахунок перенесення у міжнародну площину адміністративних і політичних ризиків та ризиків країни.

Щодо недоліків, то за певних обставин існує загроза втрати контроль над компанією. Така ситуація може виникнути лише у тому випадку, якщо буде здійснено продаж понад 50 % акцій і вони будуть зосереджені у руках одного акціонера. Але якщо ці 50 % будуть розподілені між кількома особами, то цієї проблеми можна уникнути.

Існування бюрократичних процедур – йдеться про те, що до компанії висувається ряд вимог і правил, лише із дотриманням яких вона зможе здійснити таку процедуру.

Необхідність розкриття інформації – тобто у публічних підприємств виникає обов'язок опубліковувати відомості про свої фінансові показники і про власників, які володіють більше як 5 % статутного капіталу.

Приватне розміщення акцій – це 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).

Більш детально специфіка розміщення цінних паперів, зокрема акцій, розглядатиметься у підрозділі 9.2.

5.3. 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).

Проспект емісії цінних паперів ІСІ та зміни до нього підписуються керівником та головним бухгалтером компанії з управління активами (КУА). Відповідальність за достовірність інформації, що міститься у проспекті емісії цінних паперів ІСІ та змінах до нього, покладається на осіб, які їх підписали.

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.

Підставою для відмови у реєстрації проспекту емісії цінних паперів ІСІ або змін до нього є:

1) порушення емітентом цінних паперів ІСІ або КУА вимог законодавства про цінні папери, в тому числі наявність у поданих

документах інформації, що свідчить про невідповідність умов емісії та/або обігу цінних паперів ІСІ вимогам законодавства про цінні папери;

2) невідповідність поданих документів та інформації, що міститься в них, вимогам нормативно-правових актів Комісії;

3) наявність у проспекті емісії цінних паперів ІСІ і документах, які подаються для його реєстрації, недостовірної інформації;

4) наявність у поданих документах взаємовиключної інформації.

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 проспекту їх емісії.

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

1) прийняття загальними зборами корпоративного фонду рішення про емісію акцій, що здійснюється з метою спільного інвестування, та затвердження проспекту емісії таких акцій; внесення змін до статуту корпоративного фонду у зв'язку зі збільшенням статутного капіталу;

2) реєстрація змін до статуту корпоративного фонду в органах державної реєстрації;

3) подання до НКЦПФр заяви та всіх документів, необхідних для реєстрації випуску акцій корпоративного фонду, що здійснюється з метою спільного інвестування, та проспекту їх емісії;

4) отримання зареєстрованого проспекту емісії акцій та свідоцтва про реєстрацію випуску акцій корпоративного фонду з метою здійснення спільного інвестування (з урахуванням попереднього випуску акцій);

5) депонування глобального сертифіката в депозитарії.

Після закінчення строку розміщення акцій строковий корпоративний фонд зобов'язаний привести свій статутний капітал відповідно до загальної номінальної вартості його акцій, що перебувають в обігу.

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.

Вимоги щодо мінімального обсягу активів застосовуються до пайового фонду через шість місяців з дня реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів такого фонду.

Строк, встановлений для досягнення мінімального обсягу активів пайового фонду, визначається проспектом емісії інвестиційних сертифікатів і не може перевищувати 6 місяців з дня реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів.

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

У разі розміщення цінних паперів ІСІ андеррайтером йому виплачується винагорода відповідно до договору та нормативно-правових актів НКЦПФР.

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.

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

У разі якщо в результаті зазначеного ділення виникає залишок коштів, із сумою залишку вчиняється одна з визначених інвестором у заявці таких дій:

– залишок коштів враховується під час наступного придбання інвестором цінних паперів ІСІ;

– залишок коштів сплачується інвестору під час викупу цінних паперів ІСІ;

– залишок коштів повертається інвестору за його зверненням щодо отримання залишку – не пізніше трьох робочих днів з дня звернення.

Викуп цінних паперів ІСІ, крім випадку ліквідації зазначеного інституту, здійснюється виходячи з розрахункової вартості цінного папера ІСІ на день зарахування таких цінних паперів на рахунок емітента. У заявці зазначається кількість цінних паперів ІСІ, що пред'являються до викупу.

Проспектом емісії цінних паперів ІСІ можуть встановлюватися надбавка (під час продажу цінних паперів ІСІ) та знижка (під час викупу цінних паперів ІСІ) до розрахункової вартості цінного папера ІСІ, які включаються до активів такого інституту (під час продажу цінних паперів ІСІ) або залишаються в активах такого інституту (під час викупу цінних паперів ІСІ). Зазначені знижки не можуть застосовуватися під час здійснення розрахунків з учасниками у разі ліквідації ІСІ.

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

До дня отримання КУА повідомлення НКЦПФР про відповідність пайового фонду вимогам щодо мінімального обсягу активів ІСІ приймаються лише заявки на придбання інвестиційних сертифікатів пайового фонду.

З робочого дня, що настає за днем отримання КУА повідомлення НКЦПФР про відповідність пайового фонду вимогам щодо мінімального обсягу активів ІСІ, заявки на придбання та викуп інвестиційних сертифікатів подаються у строки, встановлені проспектом емісії цінних паперів відповідного пайового фонду.

Проспектом емісії цінних паперів ІСІ може бути передбачена можливість укладення договору та подання заявок на придбання та викуп цінних паперів ІСІ з використанням електронного цифрового підпису.

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.

Розміщення та викуп цінних паперів ІСІ здійснюються за ціною, що визначається на певну дату, виходячи з розрахункової вартості цінного папера ІСІ.

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

Викуп акцій корпоративного фонду відкритого типу здійснюється кожного робочого дня, починаючи з дня реєстрації НКЦПФР регламенту такого фонду та внесення його до реєстру.

Викуп інвестиційних сертифікатів пайового фонду інтервального типу здійснюється з дня, що настає за днем отримання повідомлення НКЦПФР про відповідність пайового фонду вимогам щодо мінімального обсягу активів ІСІ, у строки, встановлені проспектом емісії цінних паперів такого ІСІ. Викуп акцій корпоративного фонду інтервального типу здійснюється у строки, встановлені проспектом емісії цінних паперів такого ІСІ, починаючи з дня реєстрації НКЦПФР регламенту зазначеного фонду та внесення його до реєстру.

На письмову вимогу учасника ІСІ закритого типу КУА такого інституту може здійснити викуп цінних паперів ІСІ до моменту припинення діяльності такого інституту (достроковий викуп).

КУА ІСІ закритого типу може прийняти рішення щодо дострокового викупу цінних паперів ІСІ у разі дотримання таких умов: 1) можливість дострокового викупу за ініціативою учасника ІСІ передбачена регламентом; 2) у результаті такого викупу вартість активів зазначеного ІСІ не стане меншою за мінімальний обсяг активів ІСІ.

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

Достроковий викуп цінних паперів ІСІ проводиться за ціною, встановленою виходячи з розрахункової вартості цінного папера ІСІ на день зарахування цінних паперів на рахунок емітента. При цьому:

1) строк між списанням (переказом) цінних паперів ІСІ на користь емітента та здійсненням розрахунків у грошовій формі не повинен перевищувати 15 робочих днів;

2) може застосовуватися знижка, розмір якої зазначається в регламенті.

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

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

Якщо розміщення та викуп цінних паперів ІСІ відкритого або інтервального типу зупинені, КУА зобов'язана у термін, не пізніше робочого дня, наступного за днем зупинення, повідомити про це депозитарію, з яким укладено договір про обслуговування емісії цінних паперів ІСІ, та НКЦПФР із зазначенням причин такого зупинення.

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

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

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).

Фактичний розвиток такого 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.

Особливості емісії та обігу сертифікатів ФОН зображено на рис. 5.5. Сертифікат ФОН передбачає наявність прав у його власників (рис. 5.6).

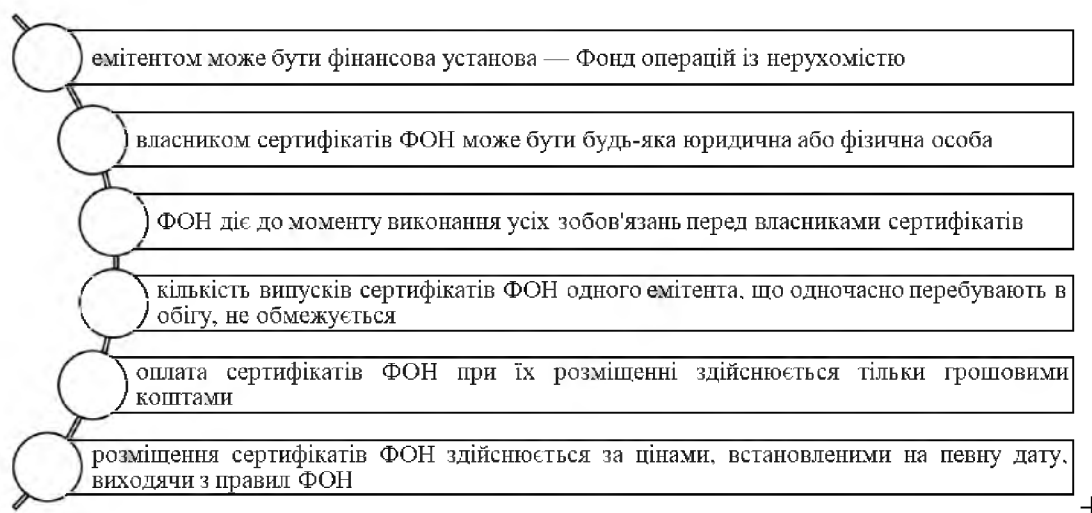


Рис. 5.5. Особливості емісії та обігу сертифікатів ФОН

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

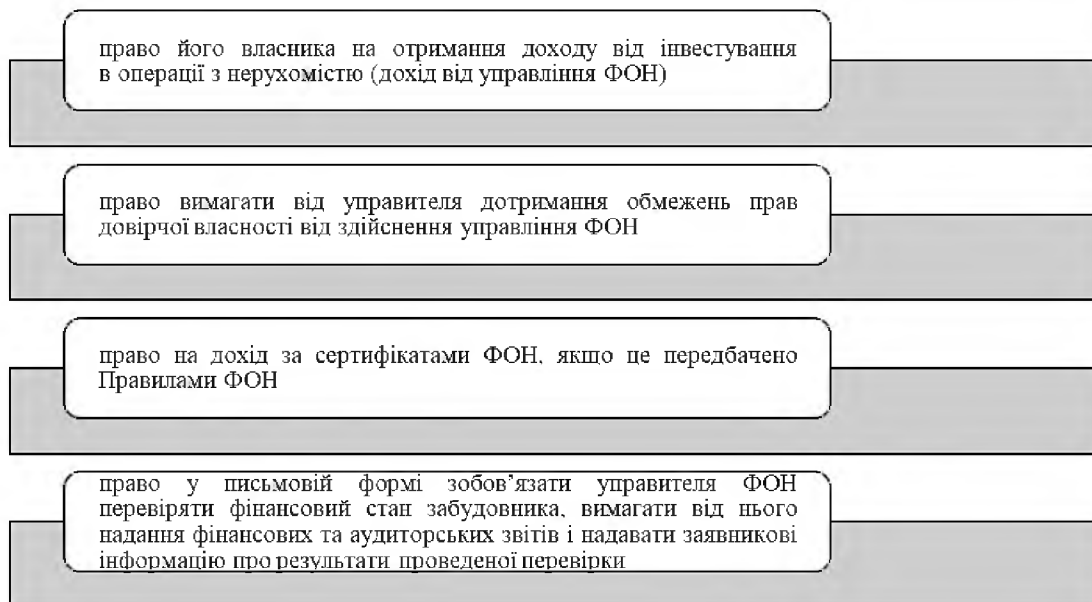


Рис. 5.6. Права власників сертифікатів ФОН

Процедура емісії сертифікатів ФОН включає ряд етапів (рис. 5.7).

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.

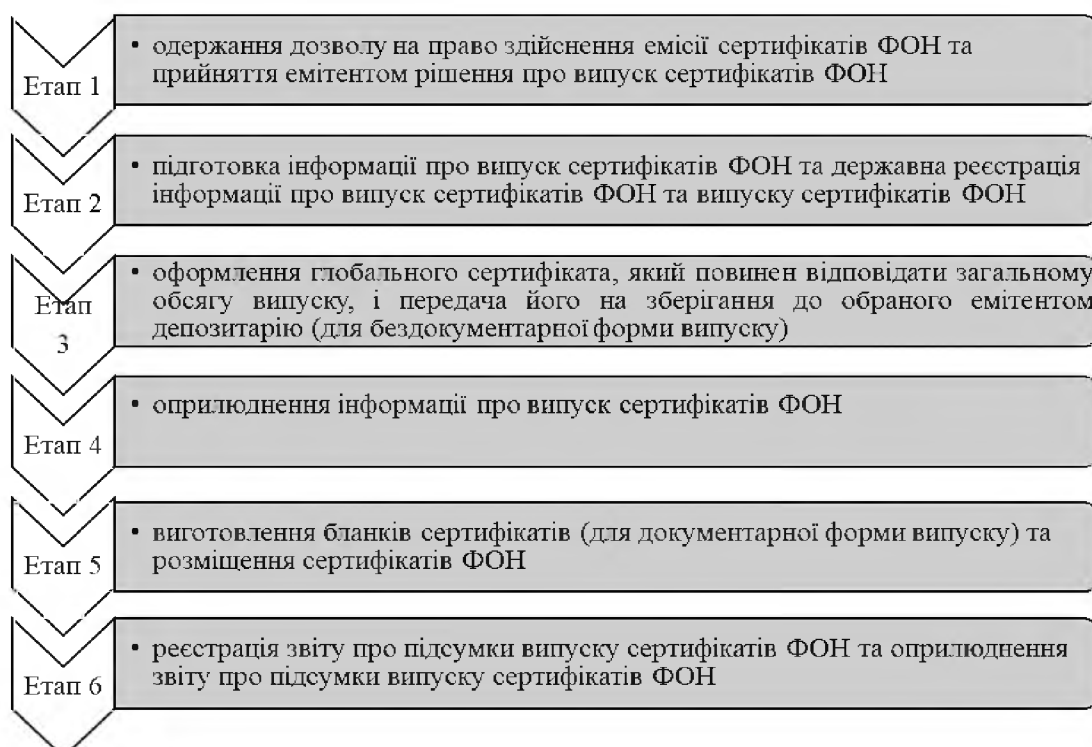


Рис. 5.7. Етапи емісії сертифікатів ФОН

5.4. 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 розрахунки дещо відрізнятимуться. Звичайно, оскільки йдеться про майбутнє, важливо сказати, що буде з дивідендами, оскільки факт їх виплати та величина залежать від дуже багатьох чинників. Щоб зменшити цю невизначеність для своїх акціонерів, підприємства в розвинених 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:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t}, \quad (5.1)$$

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).

Такий 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 строку.

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

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_N}{(1+r)^N}, \quad (5.2)$$

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. У цілому така модель передбачає, що інвестор планує через певний час продати акцію.

Основу 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 диференціальний характер, тому залежно від очікуваних у майбутньому

темрів приросту дивідендів у межах такого 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, ніж ситуації, коли підприємство один рік виплачує дуже великі дивіденди, а наступного – набагато менші чи взагалі їх не сплачує. В основі такого варіанта розрахунків поточної вартості лежить припущення, що очікувані дивіденди безкінечно зростатимуть постійними темпами. У цьому випадку поточна вартість таких акцій може бути розрахована за формулою:

$$P_0 = \frac{DIV_0 \cdot (1+g)}{r-g} = \frac{DIV_1}{r-g}, \quad (5.3)$$

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

Цю модель часто називають «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). Ця 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 умов виконання всіх умов щодо застосування МДДП очікуваний курс акції буде пропорційний до виплачуваних за нею дивідендів.

Якщо підприємство виплачує постійні суми дивідендів щорічно, то $g = 0$. Підставивши це нульове значення в модель Гордона, одержимо таку формулу:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r}. \quad (5.4)$$

При змінному темпі приросту дивідендів поточна вартість акцій розраховується таким чином:

$$P_0 = P_1 + P_2 \frac{1}{(1+r)^n}, \quad (5.5)$$

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

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

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

З огляду на фіксований характер виплат за привілейованими акціями та відсутність заздалегідь визначеного терміну їх погашення можна зазначити, 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 за формулою:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r}. \quad (5.6)$$

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, що називається дивідендом, і доходу від капіталізації, обчислюється як різниця значень ринкової ціни акції на

кінець і початок року. Визначення дохідності операцій з акціями передбачає використання таких 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:

$$d = \frac{DIV}{N} \cdot 100\%, \quad (5.7)$$

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

Дивідендна дохідність відображає дохід, що припадає на кожну грошову одиницю інвестицій у 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. У науковій літературі також зустрічається поняття, тотожне за змістовим наповненням – рендит.

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

$$r = \frac{DIV}{P_0} \cdot 100\%, \quad (5.8)$$

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). Така дохідність буде залежати від рівня ціни, яка існує на ринку в кожен даний момент часу.

Поточна ринкова дохідність акції розраховується за формулою:

$$r = \frac{DIV}{P} \cdot 100\%, \quad (5.9)$$

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 , причому за цей рік будуть виплачені дивіденди (DIV_1), то повну річну дохідність (r_t) можна визначити за формулою:

$$r_t = \frac{DIV_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \cdot 100\%. \quad (5.10)$$

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

$$r_t = \frac{\sum_{i=1}^t DIV_i + (P_t - P_0)}{P_0 \cdot T} \cdot 100\%, \quad (5.11)$$

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 значення – 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 такого вигляду:

$$r_t = \frac{DIV_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \cdot \frac{365}{T} \cdot 100\%, \quad (5.12)$$

де T – кількість днів знаходження акції у інвестора.

Контрольні запитання

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 являє 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 тому, що...?

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.

Тести

1. До пайових цінних паперів належать:

- а) облігації;
- б) казначейські зобов'язання;
- в) векселі;
- г) акції.

2. Модель оцінки вартості акцій Гордона передбачає, що...

- а) дивіденди зростатимуть постійними темпами;
- б) темп приросту дивідендів матиме постійний характер;
- в) темп приросту дивідендів матиме змінний характер;
- г) темп приросту дивідендів не враховується.

3. Цінний папір, який випускається КУА ПФ і засвідчує право власності інвестора в пайовому інвестиційному фонді, – це:

- а) ощадний сертифікат;
- б) акція;
- в) пайовий сертифікат;
- г) інвестиційний сертифікат.

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

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

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

в) $P_0 = \frac{DIV_1}{r}$;

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

5. Акції відносять до:

- а) боргових фінансових інструментів;
- б) пайових фінансових інструментів;
- в) деривативів;
- г) похідних фінансових інструментів.

6. Різновид пайового цінного паперу, який надає його власнику безумовне право на отримання фіксованого річного доходу, – це:

- а) облігація;
- б) вексель;
- в) проста акція;
- г) привілейована акція.

7. Дохід, що припадає на кожну грошову одиницю інвестиції у звичайну або привілейовану акцію від виплати дивідендів емітентом такої акції і виражений у відсотках, – це ...

- а) дивідендна ставка;
- б) повна дохідність;
- в) дивідендна дохідність;
- г) кінцева дохідність.

8. Проста акція...

- а) гарантує її власнику отримання дивідендів за будь-яких умов;
- б) дає право власнику на отримання частини прибутку у вигляді дивідендів та право голосу на загальних зборах акціонерів;
- в) не дає жодного права на отримання дивідендів;
- г) дає право на першочергове отримання дивідендів та право голосу на загальних зборах акціонерів.

9. Яке з перерахованих тверджень є неправильним? «Модель дисконтування дивідендів з постійним темпом приросту передбачає, що вартість акції тим вище, чим...»

- а) вище очікувані дивіденди на одну акцію;
- б) нижче ринкова ставка капіталізації;

- в) вище очікуваний темп зростання дивідендів;
- г) нижче очікувані дивіденди на одну акцію.

10. Привілейовані акції певних класів можуть бути конвертовані у ...

- а) облігації;
- б) прості акції або привілейовані акції інших класів;
- в) прості акції;
- г) привілейовані акції інших класів.

Завдання

1. Інвестор придбав акцію 12 березня 2018 року за ціною 110 грн, а продав 22 вересня 2018 року за ціною 185 грн. У цей період він отримав дивіденди у розмірі 15 грн на акцію. Визначити сукупну річну дохідність акції.

2. Інвестор придбав акцію за ціною 280 грн і отримував дивіденди протягом 3-х років – 20, 35 і 50 грн відповідно. Акція була ним продана за 410 грн. Чому дорівнюватиме сукупна дохідність у перерахунку на рік?

3. Інвестор може придбати акції акціонерного товариства «А» за 340 грн, очікуючи дивіденди 80 грн у перший рік і 100 грн через два роки. Через два роки він хотів би продати акції за ціною 380 грн. Інвестор припускає необхідну норму дохідності – 18%. Чи доцільно інвесторові купувати акції товариства?

4. Розрахуйте повну дохідність акції, яка в поточному періоді коштує 130 грн, через рік очікується підвищення ціни акції до 165 грн, а за підсумками минулого року буде виплачений дивіденд у розмірі 22 грн на акцію.

5. Придбана інвестором акція є перспективною і буде використовуватися тривалий час. На перші п'ять років ним складений прогноз дивідендів, згідно з яким у перший рік сума дивідендів складе 210 грн, а наступні роки щорічно зростатиме на 36 грн. Норма поточної дохідності такого типу складає 18 % на рік. Якою буде поточна ринкова вартість акції?

6. Акціонерне товариство здійснило емісію привілейованих акцій номінальною вартістю 186 грн з гарантованими дивідендними виплатами 20 % на рік. Ставка дисконту – 18 %. Розрахувати вартість привілейованої акції.

7. Підприємство виплатило за останній рік дивіденди у розмірі 0,30 грн на акцію. Протягом другого року підприємство планує збільшити дивіденди на 5,5 %, а протягом третього – на 8 %, у подальшому планується постійне зростання дивідендів на 10,5 % річних. Необхідно оцінити вартість акції за умови, що норма дохідності акцій такого типу складає 15 %.

8. Акціонерне товариство сплачує поточні дивіденди за акцію у розмірі 33 грн/шт. Очікується щорічне зростання дивідендів на 7 %. Якою буде ціна акції, якщо норма дохідності складатиме 14 %?

9. Інвестор придбав акцію, яку планує тримати тривалий час. На перші чотири роки ним складений прогноз отримання дивідендів, згідно з яким у перший рік сума дивідендів складе 173 грн, а наступні роки щорічно зростатиме на 37 грн. Норма дохідності такого типу складає 19 % на рік. Визначити поточну ринкову вартість акції.

10. Дивіденди на прості акції компанії щорічно збільшувалися на 8,5 %. У найближчому майбутньому очікується збереження таких темпів зростання. Останній виплачений дивіденд становив 8 грн на акцію. Визначити вартість акції, якщо необхідна норма дохідності складе – 13 %, 14 %, 21 %.

Список рекомендованих джерел

1. Боярко І. М. Інвестиційний аналіз: навч. посіб. / І. М. Боярко, Л. Л. Гриценко. – К. : Центр навчальної літератури, 2011. – 400 с.

2. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов. Подарочное издание / Р. Брейли, М. Стюарт. – М. : Олимп-Бизнес, 2012. – 978 с.

3. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : учеб. пос. / А. Н. Буренин – М. : Федеративная Книготорговая компания, 1998. – 352 с.

4. Данилюк М. О. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. / М. О. Данилюк, В. І. Савич – К. : Центр навчальної літератури, 2004. – 208 с.

5. Клименко В. В. Фінансовий ринок : навч. посіб. для студентів вищ. навч. закл. / В. В. Клименко, Л. М. Акімова, Л. М. Докієнко. – Київ : Центр навчальної літератури, 2015. – 357 с.

6. Коваленко Ю. М. Управління фінансовими інвестиціями : навч. посіб. / Ю. М. Коваленко. – Ірпінь : НУДПСУ, 2010. – 350 с.

7. Пересада А. А. Інвестиційний аналіз : навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисц. / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко, С. В. Онікієнко. – К. : КНЕУ, 2003. – 134 с.

8. Петик Л. О. Публічне розміщення акцій: сутність та види / О. Л. Петик // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2015. – № 10. – С. 107–109.

9. Про акціонерні товариства : Закон України : від 17.09.2008 № 514-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : zakon1.rada.gov.ua

10. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>

11. Про порядок реєстрації проспекту емісії та випуску акцій корпоративного інвестиційного фонду : Положення НКЦПФР : від 20.06.2013 № 1104 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1187-13>

12. Про порядок реєстрації проспекту емісії та випуску інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду : Положення НКЦПФР від 20.06.2013 № 1103 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1188-13>

13. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю : Закон України від 19.06.2003 № 978-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/978-15>

14. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України : від 23.02.06 № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>

15. Шкварчук Л. О. Фінансовий ринок : навч. посіб. / Л. О. Шкварчук. – К. : Знання, 2013. – 382 с.

16. Equity securities. Handbook on securities statistics / Bank for International Settlements, European Central Bank, International Monetary Fund. – Washington, D. C. : International Monetary Fund, 2012. – 80 p.

17. Kovalenko Yu. Theoretical foundations initial public offering of securities (IPO) / Yu. Kovalenko // Вісник Кам'янець-Подільського національного університету імені Івана Огієнка : Економічні науки. – 2013. – № 8. – С. 219–221.

18. Merton R. C. On Market Timing and Investment Performance : An Equilibrium Theory of Value for Market Forecasts / R. C. Merton // Journal of Business. – 1981. – July.

19. Myron J. Gordon. The Investment, Financing and Valuation of the Corporation / Myron J. – R. D. Irwin, 1962. – 256 p.

РОЗДІЛ 6

ІНСТРУМЕНТИ РИНКУ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

6.1. Загальна характеристика та види боргових цінних паперів.

6.2. Рейтингове оцінювання боргових цінних паперів.

6.3. Визначення вартості та дохідності облігацій.

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

6.1. Загальна характеристика та види боргових цінних паперів

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

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.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV виділяють такі види боргових цінних паперів (рис. 6.1).

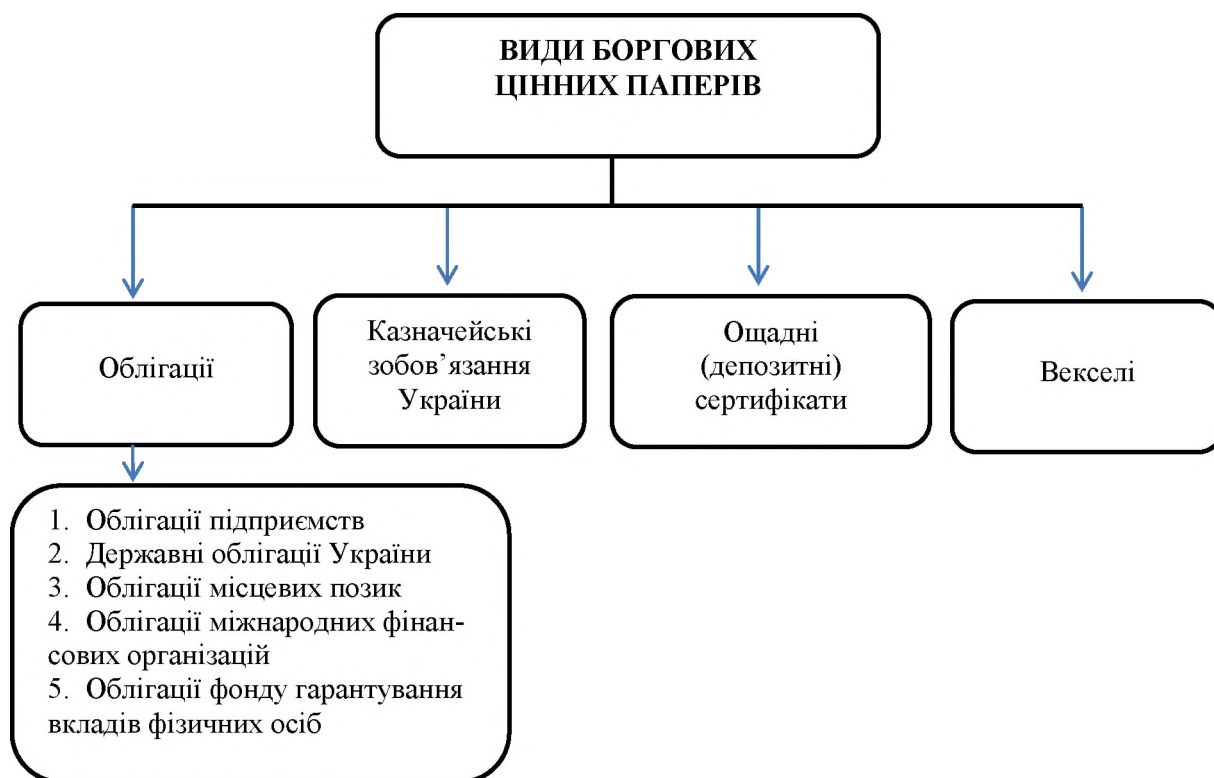


Рис. 6.1. Види боргових цінних паперів в Україні

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 дохід за облігацією, якщо інше не передбачено проспектом емісії (для державних облігацій України – умовами їх розміщення). Існують лише в бездокументарній формі.

Відмінною властивістю облігацій для інвестора є можливість отримати дохід, розмір якого зафіксований в облігації і може бути виплачений у вигляді відсотків або надання дисконту при покупці. Переваги для інвестора при виборі вкладення капіталу в облігації: 1) фіксований термін і відсотковий дохід; 2) можливість прогнозування дохідності; 3) менший ризик неповернення та високий рівень ліквідності порівняно з акціями. На рис. 6.2 наведено основні види облігацій в Україні за відповідними класифікаційними ознаками.

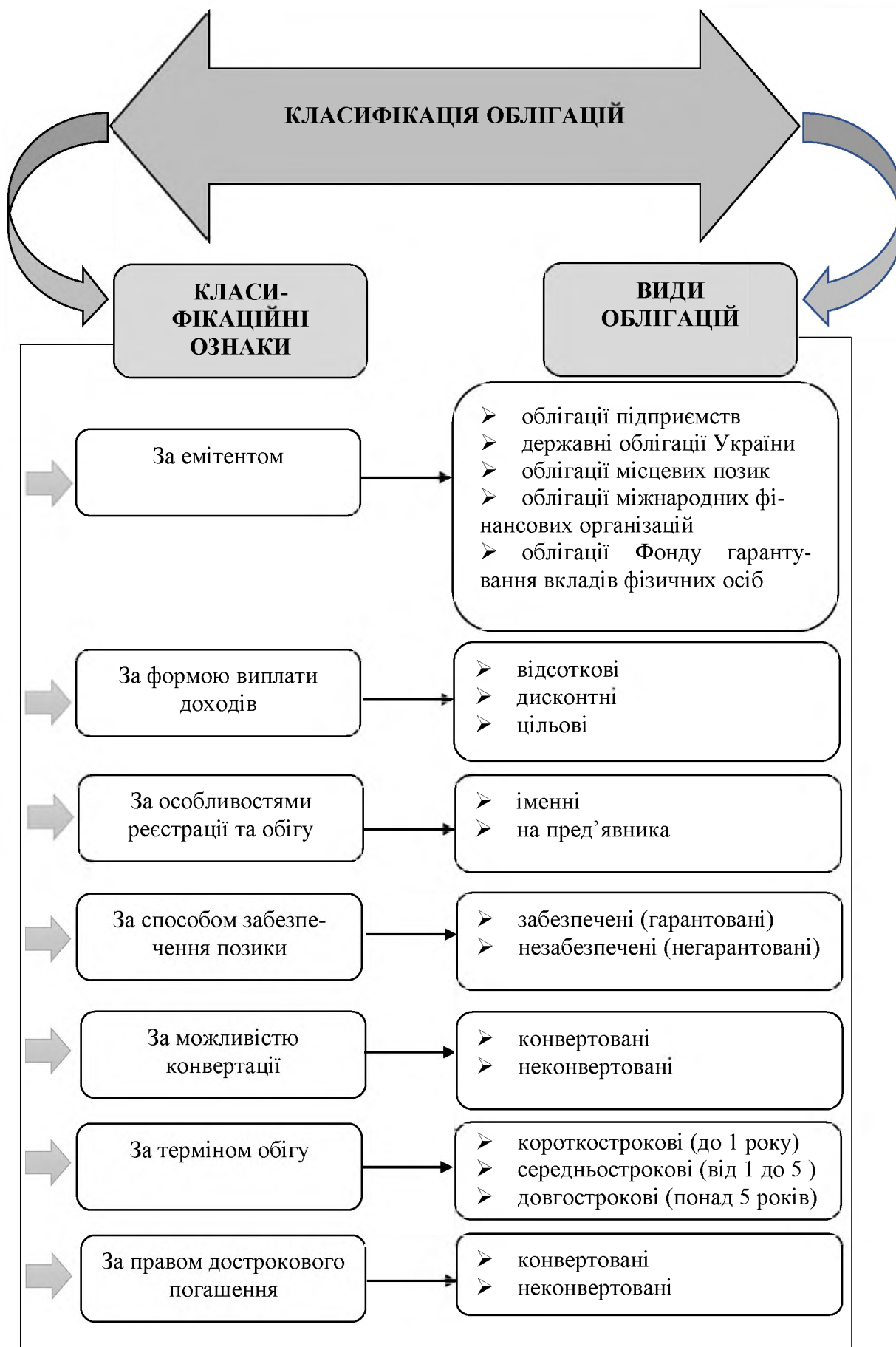


Рис. 6.2. Класифікація облігацій, що випускаються в Україні

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

Параметри облігацій підприємств:

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

Основні риси облігацій підприємств:

- підтверджують зобов'язання емітента за ними та не дають право на участь в управлінні емітентом;
- не допускається їх розміщення для формування і поповнення статутного капіталу емітента, а також покриття збитків від господарської діяльності;
- порядок емісії, обігу та викупу цільових облігацій підприємств встановлюється НКЦПФР;
- проспект емісії облігацій акціонерним товариством може передбачати можливість їх конвертації в акції цього товариства (конвертовані облігації);
- рішення про розміщення облігацій підприємств приймається відповідним органом управління емітента згідно з нормами законів, що регулюють порядок створення, діяльності та припинення юридичних осіб відповідної організаційно-правової форми;
- кошти, залучені від емісії цільових облігацій підприємств, використовуються на цілі, визначені проспектом їх емісії;
- реєстрацію їх випуску здійснює НКЦПФР в установленому порядку;
- порядок продовження строків їх обігу та погашення встановлюється НКЦПФР.

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

Розміщення облігацій підприємств може мати публічний та приватний характер.

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

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

різними серіями, строк укладення договорів з першими власниками у процесі приватного розміщення окремої серії облігацій не може перевищувати двох місяців з дати початку укладення таких договорів.

У структурі боргових цінних паперів, які класифікуються за емітентом, доцільно виокремити в спільну групу боргові цінні папери, що емітуються державою в особі уповноважених органів. Їх видовий розподіл наведено на рис. 6.3.

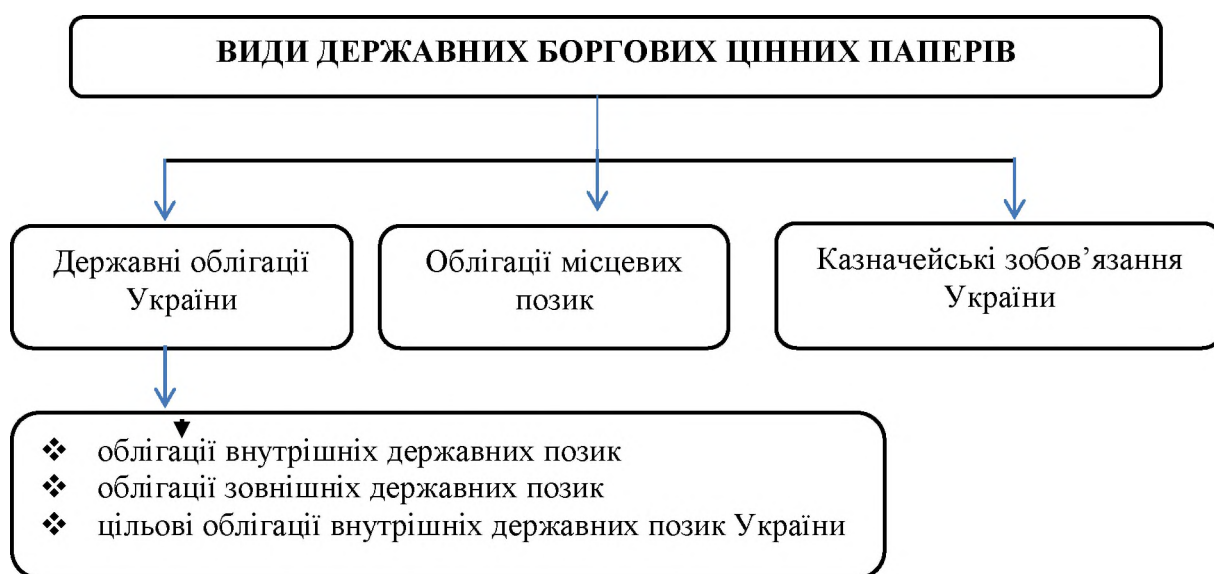


Рис. 6.3. Види державних боргових цінних паперів

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

– мобілізувати та концентрувати на рівні держави тимчасово вільні грошові кошти різних суб'єктів господарювання та регулювати на цій основі рівень державних доходів і витрат;

– регулювати грошово-кредитні відносини та координувати грошовий обіг;

– забезпечувати ліквідність активів фінансових установ тощо.

Державні 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 вважаються 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.

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

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

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

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

Умови розміщення та погашення ОВДП і цільових ОВДП, не визначені умовами розміщення, встановлюються Міністерством фінансів України відповідно до законодавства. Розміщення, обслуговування та погашення ОЗДП здійснює Міністерство фінансів України, яке може залучати для цього банки, інвестиційні компанії тощо. Відносини між Міністерством фінансів України і цими організаціями регулюються відповідними договорами.

Витрати на підготовку розміщення, а також на розміщення, погашення державних облігацій України, виплату доходів здійснюються відповідно до умов розміщення державних облігацій України за рахунок коштів, передбачених на такі цілі у Державному бюджеті України.

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

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

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

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

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

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

обслуговуються у депозитарній системі України. Центральний орган виконавчої влади, що забезпечує формування державної фінансової політики, за погодженням з НБУ надає дозвіл на здійснення міжнародною фінансовою організацією емісії облігацій. Рішення щодо надання зазначеного погодження або щодо обґрунтованої відмови у такому наданні приймається в установленому порядку протягом п'яти робочих днів з дня отримання відповідного звернення від міжнародної фінансової організації. Кошти, отримані міжнародними фінансовими організаціями, членом яких є Україна, від розміщення облігацій використовуються для здійснення такими організаціями операцій відповідно до установчих актів таких організацій та/або міжнародних договорів України згідно з Конституцією України та Законом України «Про міжнародні договори України» від 29.06.2004 № 1906-IV.

У разі якщо Україна не є членом міжнародної фінансової організації та/або з такою організацією не укладено міжнародний договір України, кошти, отримані цією організацією від розміщення облігацій, використовуються за погодженням з Кабінетом Міністрів України у визначеному ним порядку.

Облігація міжнародної фінансової організації має номінальну вартість, визначену в національній валюті. Розміщення, продаж та погашення зазначених облігацій здійснюються в національній валюті. Вимоги до розкриття інформації міжнародними фінансовими організаціями як емітентами облігацій, зокрема порядок, зміст та строки подання ними регулярної та особливої інформації, встановлюються НКЦПФР, якщо інше не передбачено міжнародними договорами України. Особливості допуску облігацій міжнародних фінансових організацій до торгів на фондових біржах встановлюються НКЦПФР.

Після початку розміщення облігацій міжнародних фінансових організацій зміни до проспекту таких облігацій у частині умов розміщення, обігу, виплати доходу, погашення та обсягу прав власників за цінними паперами вносяться емітентом за згодою всіх власників облігацій відповідного випуску. Зміни до проспекту, що не стосуються таких умов та обсягу прав власників за цінними паперами, вносяться емітентом самостійно.

Крім держави та підприємств, облігації також має право випускати Фонд гарантування вкладів фізичних осіб. Це має велике значення в контексті забезпечення стабільності банківської системи країни.

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.

Кошти, залучені ФГВФО від розміщення облігацій, використовуються виключно для фінансування напрямів, передбачених Законом України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» від 23.02.2012 № 4452-VI.

Умови розміщення та погашення облігацій встановлюються ФГВФО відповідно до законодавства. Порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням цих облігацій, встановлюється ФГВФО. Витрати на підготовку розміщення, а також на розміщення, погашення таких облігацій, виплату доходів здійснюються відповідно до умов розміщення облігацій ФГВФО за рахунок коштів Фонду. Облігації ФГВФО можуть бути іменними або на пред'явника та існувати виключно в бездокументарній формі. Продаж облігацій ФГВФО здійснюється в національній валюті, а виплата доходів і погашення здійснюються коштами або облігаціями ФГВФО інших видів за згодою сторін.

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

Обсяг емісії казначейських зобов'язань України у сукупності з емісією державних ОВДП не може перевищувати граничного обсягу внутрішнього державного боргу та обсягу пов'язаних з

обслуговуванням державного боргу видатків, визначених законом про Державний бюджет України на відповідний рік.

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

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

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

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

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

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

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

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

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 із закінченням встановленого строку суми вкладу та процентів, встановлених сертифікатом, у банку, який його видав. Їх види наведено у табл. 6.1.

Таблиця 6.1

Класифікація депозитних (ощадних) сертифікатів

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

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

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

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

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

Відповідно до «Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України» від 30.04.2009 № 259 *депозитний сертифікат Національного банку* – це один із монетарних інструментів, що є борговим цінним папером НБУ в бездокументарній формі (з іменною ідентифікацією власників на підставі реєстру власників системи кількісного обліку), який свідчить про розміщення в НБУ коштів банків та їх право на отримання внесеної суми і процентів після закінчення встановленого строку;

НБУ здійснює операції з власними борговими зобов'язаннями шляхом емісії депозитних сертифікатів за такими строками: один день (овернайт); до 90 днів. *Депозитний сертифікат овернайт* – борговий цінний папір НБУ, який свідчить про розміщення банком коштів через постійно діючу лінію проведення тендерів з розміщення депозитних сертифікатів на термін до наступного робочого дня.

Вексель – цінний папір, який посвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця або його наказ третій особі сплатити після настання строку платежу визначену суму власнику векселя (векселедержателю). Векселі можуть бути прості або переказні та існують виключно у документарній формі. Класифікацію векселів наведено у табл. 6.2

Таблиця 6.2

Класифікація векселів

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

6.2. 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 щодо 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 ступеня кредитного ризику боргового зобов'язання, що вказує на ймовірність невиконання (непогашення) цього зобов'язання (ймовірність дефолту). Їх класифікацію у розрізі різних ознак наведено на рис. 6.4.

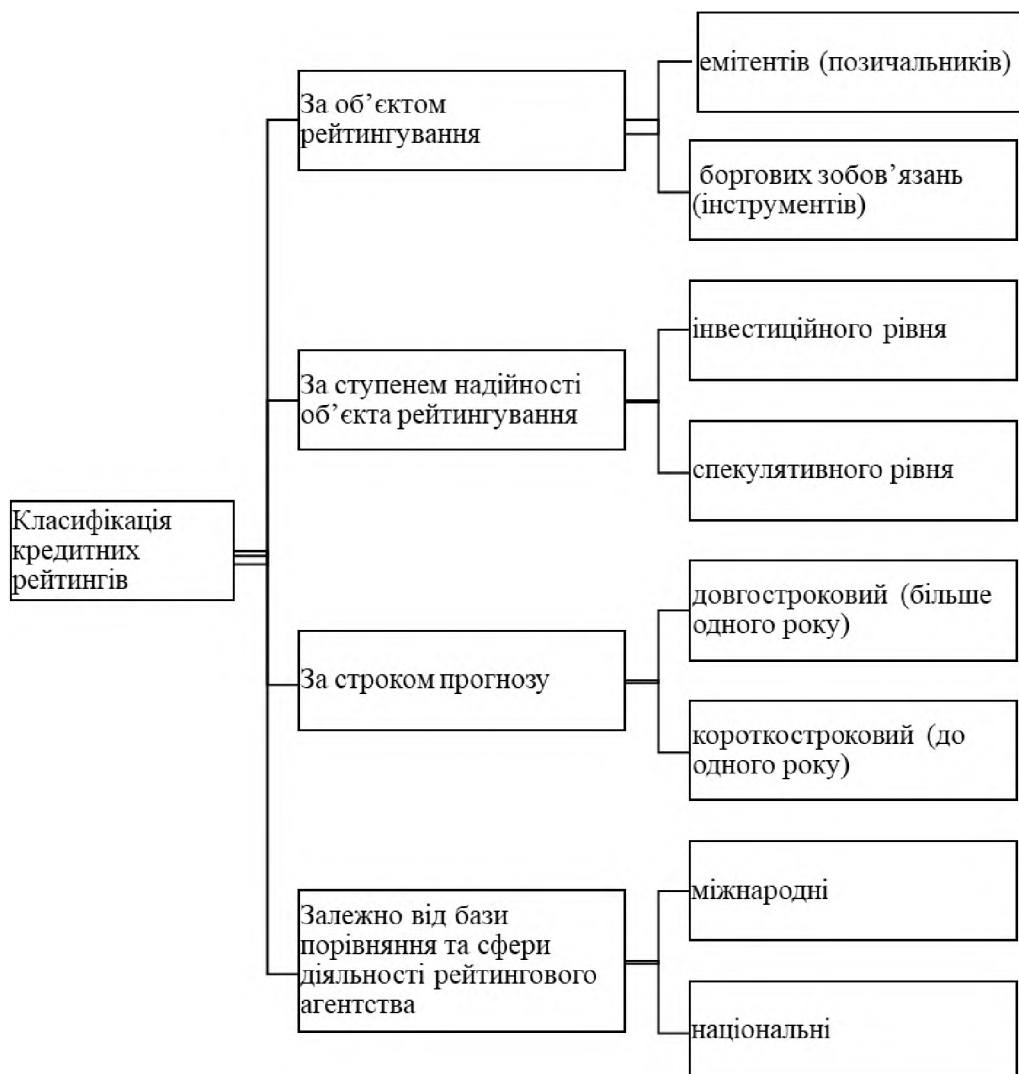


Рис. 6.4. Класифікація кредитних рейтингів за ознаками

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.

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 заздалегідь визначеного кола осіб і можуть вільно обертатися на ринку цінних паперів, крім 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. Водночас у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV вказано, які саме цінні папери належать до емісійних. Отже, зіставивши 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, зазначаючи про визначення кредитного рейтингу боргового інструменту в межах національного законодавства, йдеться саме про рейтингування облігацій (підприємств та місцевих позик).

Рейтингові шкали дозволяють розподілити всі боргові зобов'язання на дві основні категорії: інвестиційний та спекулятивний рівні. Зобов'язання першого рівня мають вищу надійність та ринкову вартість порівняно із зобов'язаннями зі спекулятивним рейтингом.

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 перебувають на порозі банкрутства чи є банкрутами. Або цей рейтинг присвоюється новоствореним компаніям.

На активному розвиненому фінансовому ринку, на якому існує багато альтернативних варіантів інвестування, переважно виконується правило: чим нижчий кредитний рейтинг боргового зобов'язання, тим більшу премію за ризик (вищу дохідність) вимагатиме інвестор. Таким чином, емітент боргового зобов'язання зацікавлений в отриманні якнайвищого кредитного рейтингу, що дозволить зменшити витрати на залучення кредитних ресурсів.

Важливим аспектом класифікації є розподіл рейтингів на національні та міжнародні.

Міжнародні рейтингові агентства присвоюють *міжнародні кредитні рейтинги* емітентів чи окремих емісій, які дають оцінку кредитоспроможності боржника чи можливості виконувати конкретні фінансові зобов'язання порівняно 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 вибирають країни в межах певного географічного регіону зі східними параметрами розвитку. Необхідність міжнародних кредитних рейтингів 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 (табл. 6.3).

До кожної загальної рейтингової категорії – від *Aa* до *Saa* включно – агентство *Moody's* додає цифрові модифікатори 1, 2 та 3. Модифікатор 1 вказує, що зобов'язання перебувають у верхній частині своєї загальної рейтингової категорії, 2 – у середині діапазону, 3 – у нижній частині. Аналогічно додаткові градації вводяться іншими агентствами із застосуванням знаків (плюс, без знаку, мінус).

Рейтингова шкала агентства *Fitch Ratings* подібна до шкали *Standard&Poor's*, виняток становить лише більш структурована частина для розділу *D* – дефолт, що має три градації. Шкала короткострокових рейтингів *Fitch Ratings* має класифікацію в їх спекулятивній частині. Для інвестиційної частини виокремлюють рейтинги *F1, F2* і *F3*, що характеризують найвищу, задовільну та середню кредитну якість об'єкта рейтингування. Крім того, передбачено рейтинги *B* – для спекулятивного рівня, *C* – високих ризиків дефолта, *D* – дефолтного рейтингу, що означає наявний або такий, що насувається, дефолт. Загалом рейтингові шкали *Fitch* та *Standard & Poor's* подібні.

Таблиця 6.3

**Порівняльний аналіз рейтингових шкал *Moody's, S&P, Fitch*
для боргових фінансових інструментів**

S&P		Fitch		Moody's		Узагальнене значення	Тип
Д	К	Д	К	Д	К		
AAA	A-1+	AAA	F1	Aaa	P-1	Боргові зобов'язання найвищої якості з мінімальним кредитним ризиком	Інвестиційні рейтинги (обмежені ризики)
AA+		AA+	F2	Aa1	P-2	Боргові зобов'язання високої якості з дуже низьким кредитним ризиком	
AA		AA		Aa2			
AA-		AA-		Aa3			
A+	A-1	A+	F3	A1	P-2	Боргові зобов'язання підвищеної середньої категорії і схильні до низького кредитного ризику	
A		A		A2			
A-	A-2	A-		A3			
BBB+		BBB+	B	Baa1	P-3	Боргові зобов'язання, схильні до помірному кредитного ризику. Вони розглядаються як зобов'язання середньої категорії і можуть володіти певними спекулятивними характеристиками	
BBB	A-3	BBB		Baa2			
BBB-		BBB-		Baa3			
BB+	B	BB+	C	Ba1	NP	Боргові зобов'язання мають ризики, характерні для спекулятивних інструментів і схильні до істотного кредитного ризику	Спекулятивні рейтинги (існують ризики)
BB		BB		Ba2			
BB-		BB-		Ba3			
B+		B+		B1			
B		B		B2			
B-		B		B3			
CCC+	C	CCC+		C		Ca1	
CCC		CCC	Ca2				
		CCC-					
		CC					
CCC-		C		Ca3		Зазвичай неплатоспроможні компанії	
CC		RD	D	Ca	P-3	Боргові зобов'язання є високоспекулятивними і, ймовірно, перебувають у стані дефолту або близькі до дефолту. При цьому існує деяка ймовірність виплати основної суми боргу і відсотків по ньому	
C		D		C			
SD	D						
D					Боргові зобов'язання з найнижчим рейтингом і зазвичай перебувають у стані дефолту. При цьому ймовірність виплати основної суми боргу і відсотків за такими облігаціями мала		

*Примітка: Д – довгостроковий рейтинг; К – короткостроковий рейтинг.

Національні (внутрішні) кредитні рейтинги дають оцінку кредитоспроможності боржника чи можливості виконувати конкретні фінансові зобов'язання порівняно з аналогічними показниками інших позичальників чи зобов'язань у межах певної країни на внутрішньому ринку. Оскільки при їх присвоєнні акцент робиться на визначенні надійності емітентів та зобов'язань у межах окремої країни, результати національних рейтингів не підлягають порівнянню.

На ринку рейтингових послуг України діють шість уповноважених національних рейтингових агентств¹ (розділ 3.3), що включені до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств, а саме: ТОВ «Рейтингове агентство «ІВІ-Рейтинг», ТОВ «РЮРІК», ТОВ «РЕЙТИНГОВЕ АГЕНТСТВО «ЕКСПЕРТ-РЕЙТИНГ», ТОВ «Кредит-Рейтинг», ТОВ «Українське кредитно-рейтингове агентство», ТОВ «Рейтингове агентство «Стандарт-Рейтинг».

Оцінка проводиться відповідно до національної рейтингової шкали, що була введена в дію Постановою Кабміну «Про затвердження Національної рейтингової шкали» від 26.04.2007 № 665 (табл. 6.4).

Сутність процесу визначення кредитного рейтингу боргових інструментів можна розкрити через процедуру присвоєння рейтингової оцінки (рис. 6.5).

Для прикладу розглянемо методику визначення рейтингової оцінки Національним рейтинговим агентством «Рюрік». Рейтингування здійснюється на основі прямих договірних відносин із клієнтом, що підвищує об'єктивність рейтингової оцінки за рахунок надання емітентом достатньо повної інформації (навіть тієї, що не є публічною) про власну діяльність.

¹ Уповноважене рейтингове агентство – рейтингове агентство, яке стало переможцем конкурсу з визначення рейтингових агентств, уповноважених на проведення рейтингової оцінки, який проводиться НКЦПФР, та включено до Державного реєстру. *Державний реєстр уповноважених рейтингових агентств* – сукупність даних щодо уповноважених рейтингових агентств, які включені Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку до Державного реєстру.

Національна рейтингова шкала

I. Довгострокові кредитні рейтинги (більше ніж один рік)	
1. Інвестиційні рівні	
<i>uaAAA</i>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується найвищою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами
<i>uaAA</i>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується дуже високою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами
<i>uaA</i>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується високою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Рівень кредитоспроможності чутливий до впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
<i>uaBBB</i>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується достатньою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Рівень кредитоспроможності залежить від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
2. Спекулятивні рівні	
<i>uaBB</i>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується нижчою кредитоспроможністю ніж достатня порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Висока залежність рівня кредитоспроможності від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
<i>uaB</i>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується низькою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Дуже висока залежність рівня кредитоспроможності від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
<i>uaCCC</i>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується досить низькою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Потенційна вірогідність дефолту
<i>uaCC</i>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується високою вірогідністю дефолту
<i>uaC</i>	Позичальник очікує дефолт за борговими зобов'язаннями
<i>uaD</i>	Дефолт. Виплата відсотків і основної суми за борговими зобов'язаннями позичальника припинена без досягнення згоди з кредиторами щодо реструктуризації заборгованості до настання строку платежу
II. Короткострокові кредитні рейтинги (до одного року)	
1. Інвестиційні рівні	
<i>uaK1</i>	Позичальник або окремий борговий інструмент характеризується найвищою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими

Продовження таблиці 6.4

	позичальниками або борговими інструментами. Фінансовий стан такого позичальника дає змогу запобігти передбачуваним ризикам у короткостроковому періоді
<i>uaK2</i>	Позичальник або окремих борговий інструмент характеризується високою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Фінансовий стан такого позичальника достатньо високий для того, щоб запобігти передбачуваним ризикам у короткостроковому періоді
<i>uaK3</i>	Позичальник або окремих борговий інструмент характеризується достатньою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Фінансовий стан такого позичальника задовільний для того, щоб запобігти передбачуваним ризикам у короткостроковому періоді
2. Спекулятивні рівні	
<i>uaK4</i>	Позичальник або окремих борговий інструмент характеризується низькою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Фінансовий стан такого позичальника недостатній для того, щоб запобігти передбачуваним ризикам у короткостроковому періоді
<i>uaK5</i>	Позичальник або окремих борговий інструмент характеризується досить низькою кредитоспроможністю порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Фінансовий стан такого позичальника не дає змоги запобігти передбачуваним ризикам у короткостроковому періоді
<i>uaKD</i>	Позичальник оголосив дефолт за борговими зобов'язаннями

Для кожного об'єкта рейтингування формується робоча група на підставі принципу максимального врахування специфіки діяльності клієнта, призначається відповідальний аналітик, який несе відповідальність за взаємодію з клієнтом, строки та повноту проведеного аналізу. Також узгоджується список контактних осіб, які відповідають за своєчасність та достовірність надання інформації з боку клієнта, з розподілом їх повноважень та сфери компетенції.

Для проведення рейтингування використовується інформація, надана клієнтом, а також отримана з інших джерел, які Агентство вважає надійними. Процедура рейтингування гарантує збереження конфіденційності наданої клієнтом комерційної інформації. Агентство формує і надає клієнту інформаційний запит, який містить вимоги щодо переліку та змісту інформації, необхідної для проведення рейтингового дослідження. Залежно від

складності об'єкта рейтингування агентством можуть бути висунуті уточнюючі інформаційні запити, що містять додаткові інформаційні вимоги.



Рис. 6.5. Етапи процесу визначення кредитного рейтингу

Для визначення кредитного рейтингу агентство «Рюрік» здійснює всебічний комплексний кредитний аналіз, що передбачає дослідження цілої системи якісних та кількісних характеристик об'єкта рейтингування. Його результатом є формування та передача клієнту драфта (англ. *draft* – проект) рейтингового звіту, що містить попередні результати дослідження агентством об'єкта рейтингування в контексті його кредитоспроможності. Після проведення взаємних консультацій та узгодження з клієнтом складається офіційний рейтинговий звіт, який містить оброблену та систематизовану інформацію щодо об'єкта рейтингування в контексті його кредитоспроможності.

Для визначення рівня рейтингу агентство, згідно зі своїми внутрішніми процедурами, скликає засідання рейтингового комітету, на якому відповідальний аналітик із робочої групи презентує результати проведеного дослідження. На основі рейтингового звіту, презентаційних та інших допоміжних матеріалів комітет приймає колегіальне рішення щодо рейтингової оцінки об'єкта рейтингування. Формалізована, чітко прописана процедура прийняття рішення щодо рівня рейтингу та його колегіальність спрямовані на підвищення об'єктивності та неупередженості присвоєних рейтингових оцінок. Причому персональний склад та результати голосування на засіданні рейтингового комітету є конфіденційною інформацією рейтингового агентства. На цьому етапі комітетом приймається рейтингове рішення, що містить наданий рівень рейтингу за національною шкалою та його прогноз, яке разом із рейтинговим звітом передається клієнту. Якщо останній не згодний із наданою рейтинговою оцінкою, він протягом 10 робочих днів має право подати апеляцію, що містить нові фактичні дані та документи, які ще не розглядалися на засіданні рейтингового комітету. За наявності такої інформації відбувається повторне засідання останнього, на якому приймається остаточне рейтингове рішення, що не підлягає оскарженню. Агентство за згодою клієнта публікує інформацію щодо наданого кредитного рейтингу, користуючись засобами розповсюдження інформації, які є у його розпорядженні. Щоб привернути увагу широкого кола потенційних інвесторів та ділових партнерів, агентство може проводити повномасштабні *PR*-акції з приводу присвоєння кредитного рейтингу як початку публічної кредитної історії. У подальшому агентство проводить постійний моніторинг усіх наданих кредитних рейтингів, відслідковуючи важливі фактори, що можуть вплинути на їх рівень. Планове оновлення рейтингу, згідно з процедурою рейтингування, відбувається раз у квартал, за наявності суттєвих підстав у будь-який момент часу агентство може змінити рівень або прогноз кредитного рейтингу.

6.3. Визначення вартості та дохідності облігацій

Вартість облігації являє собою теперішню вартість очікуваних грошових потоків за цією облігацією, що дисконтовані за ставкою відсотка. 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 відмінну 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. 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, причому 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:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^n}, \quad (6.1)$$

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 за облігацією нефіксовані, то ця формула набуває такого вигляду:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I_1}{(1+r)} + \frac{I_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{I_n}{(1+r)^n} + \frac{N}{(1+r)^n}. \quad (6.2)$$

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, відповідного аналогічним інструментам з піврічними виплатами), а у ряді випадків – щоквартальні. У такому разі знаходження ринкової вартості облігації набуває такого вигляду:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n \times m} \frac{I/m}{(1+r/m)^t} + \frac{N}{(1+r/m)^{n \times m}}, \quad (6.3)$$

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. У 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. На підставі цих припущень при розрахунку ставки дисконтування необхідно врахувати так звану «премію за ризик». Відповідно формула розрахунку ставки дисконтування буде мати такий вигляд:

$$r = r_f + l + i + r_e, \quad (6.4)$$

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

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

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

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

$$P_0 = \frac{N + I_k}{(1+r)^n}, \quad (6.5)$$

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, проте продається зі значним дисконтом щодо свого номіналу. Покупець такої облігації отримує дохід, який утворюється за рахунок поступового збільшення дійсної вартості щодо її початкової ціни придбання (ціни нижче її номінальної вартості), поки облігація не буде викуплена за своєю номінальною вартістю в день її погашення.

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

$$P_0 = \frac{N}{(1+r)^n}, \quad (6.6)$$

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

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

$$P_0 = \frac{N}{\left(1 + \frac{r \times T}{365}\right)}, \quad (6.7)$$

де T – кількість днів до погашення облигації.

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

Інвестори вкладають кошти в облигації з метою отримання доходу. Дохід – це абсолютний показник у грошових одиницях, дохідність – відносний показник, виражений у відсотках. Аналізуючи дохідність облигацій, необхідно враховувати, що дохід за нею складається з двох основних складових: 1) періодичних купонних виплат (якщо вони передбачені); 2) різниці між номіналом та ціною купівлі облигації (якщо облигацію придбано з дисконтом). На практиці для різних цілей використовують різні оцінки дохідності. Одні з них показують тільки дохідність від купона, інші – додатково враховують ціну купівлі-продажу, треті – відображають рентабельність інвестицій залежно від терміну володіння – до продажу на ринку або до викупу емітентом, який випустив облигацію.

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

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

$$d_k = \frac{I}{N} \times 100\%, \quad (6.8)$$

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 становитиме 20 % річних.

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

Більш наближеним до 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. Такий вид дохідності розраховується за формулою:

$$d_p = \frac{I}{P_0} \times 100\%, \quad (6.9)$$

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

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

Одним із найбільш інформативних та розповсюджених показників оцінки дохідності облігацій є показник *повної дохідності* – це повний дохід інвестора від вкладень в облігації з урахуванням реінвестування купонів за ставкою початкових вкладень. Для оцінки повної дохідності до погашення облігації або її викупу

за офертою використовують стандартний інвестиційний показник – ставку внутрішньої норми дохідності грошового потоку. Вона показує середньорічну дохідність на вкладення з урахуванням виплат інвестору в різні періоди часу. Іншими словами, це рентабельність інвестицій в облігації. Оскільки цей показник вимірює дохідність за весь строк існування облігації, то його ще називають *дохідністю до погашення* (*Yield-to-maturity – YTM*). Він дорівнює обіцяній інвестору дохідності за виконання таких умов:

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

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

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+YTM)^t} + \frac{N}{(1+YTM)^n}. \quad (6.10)$$

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

Самостійно розрахувати орієнтовну повну дохідність можливо за спрощеною формулою.

$$YTM = \frac{(N-P)/n+I}{(N+P)/2}, \quad (6.11)$$

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

У такому випадку похибка розрахунків складе десяти частки відсотка. Точна дохідність буде трохи вища, якщо ціна покупки перевищила номінал, і трохи менша – якщо була нижче номіналу.

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

Поруч з купонними існують облигації з нульовим купоном (дисконтні або безкупонні). Як уже 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. Отже, **дохідність дисконтної облигації до погашення** визначається таким чином:

$$YTM = \sqrt[n]{\frac{N}{P}} - 1 = \frac{1}{\sqrt[n]{\frac{K}{100}}} - 1. \quad (6.12)$$

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

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

Реалізована дохідність облигації (дохідність до горизонту) (англ. *realized yield*) – це фактична сума доходу заробленого на інвестиціях в облигацію протягом певного періоду часу. Цей проміжок

часу зазвичай є періодом володіння цінним папером, а дохідність може відрізнятися від очікуваної дохідності до погашення. Реалізована дохідність також включає доходи, які були зароблені від реінвестованих відсотків, купонні доходи, капітальні доходи (різниця між ціною придбання і ціною продажу або сумою погашення).

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

Реалізована дохідність розраховується так:

$$y_h = \left[\left(1 + \frac{R_h}{P} \right)^{\frac{d_y}{d_h \times m}} - 1 \right] m, \quad (6.13)$$

де y_h – показник реалізованої дохідності, (% річних); m – кількість періодів у році (періодичність розрахунку складного відсотка); d_y – кількість днів у 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 забезпечується цією облігацією за розглянутий проміжок часу (до вибраного горизонту), що визначається за формулою:

$$R_h = R_k + R_i + R_r, \quad (6.14)$$

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

Отже, дохід від реінвестування розраховується так:

$$R_r = \sum_{t=0}^{n_h-1} I (1 + r_t)^{t+v_h} - n_h I, \quad (6.15)$$

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.

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

У розрахунках необхідно враховувати, що ощадні (депозитні) сертифікати за способом отримання доходу їх власниками, як уже зазначалось у розділі 6.1, розподіляються на два види – процентні та дисконтні.

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

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

$$I = N \times \frac{i\% \times t}{365}, \quad (6.16)$$

де I – сума нарахованих відсотків; N – номінал сертифіката; $i\%$ – відсоткова ставка за сертифікатом; 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:

$$I = N - P_{\text{куп.}}, \quad (6.17)$$

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 їхнього продажу (P_2) і купівлі (P_1), які, у свою чергу, розраховуються за формулами:

Для відсоткових ощадних (депозитних) сертифікатів:
ціна купівлі:

$$P_1 = \frac{N \times \left(1 + \frac{t_0}{K} \times i_0\right)}{1 + \frac{t_1}{K} \times i_1}, \quad (6.18)$$

ціна продажу:

$$P_2 = \frac{N \times \left(1 + \frac{t_0}{K} \times i_0\right)}{1 + \frac{t_2}{K} \times i_2}, \quad (6.19)$$

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 сертифіката; i_1, i_2 – ставки простих відсотків у моменти купівлі та продажу; K – кількість днів у році.

Для дисконтних ощадних (депозитних) сертифікатів:
ціна купівлі:

$$P_1 = N \times \left(1 - \frac{t_1}{K} \times i_1\right), \quad (6.20)$$

ціна продажу:

$$P_2 = N \times \left(1 - \frac{t_2}{K} \times i_2\right). \quad (6.21)$$

Загальний підхід за визначення ціни дисконтного або відсоткового векселя залишається таким, 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 (360 днів).

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

$$d = \frac{D}{N} \times \frac{360}{t}, \quad (6.22)$$

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

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

$$D = N \times \frac{d \times t}{360}. \quad (6.23)$$

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

$$P = N - D, \quad (6.24)$$

де P – ціна векселя.

Якщо відома ставка дисконту, то ціна визначається за формулою:

$$P = N \left(1 - \frac{d \times t}{360}\right). \quad (6.25)$$

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

$$P = \frac{N}{1 + r \left(\frac{t}{360}\right)}, \quad (6.26)$$

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.

Для уможливлення порівняння дохідності векселя з дохідністю інших цінних паперів доцільно використовувати *еквівалентну ставку відсотка*. 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.

$$r = \frac{365d}{360 - d \times t}. \quad (6.27)$$

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

$$I = N \times \frac{d\% \times t}{360}, \quad (6.28)$$

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

Контрольні запитання

1. Назвіть основні види боргових цінних паперів, дайте їх коротку характеристику.
2. Дайте характеристику казначейським зобов'язанням України.
3. У чому полягає економічна сутність ощадного та депозитного сертифіката? 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 агентства, які включені до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств.
13. Наведіть класифікацію кредитних рейтингів.
14. У 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 облігації?
19. Як можна визначити дохідність ощадного (депозитного) сертифіката?
20. Як розрахувати дохідність векселя?

Тести

1. До боргових цінних паперів не відносять:
 - а) облігації;
 - б) сертифікати ФОН;
 - в) векселі;
 - г) казначейські зобов'язання.

2. В Україні не допускається розміщення облігацій підприємств з метою:
 - а) формування (поповнення) статутного капіталу емітента;
 - б) покриття збитків від господарської діяльності;
 - в) формування (поповнення) статутного капіталу емітента та покриття збитків від господарської діяльності;
 - г) формування (поповнення) власного капіталу емітента та покриття збитків від господарської діяльності.

3. За емітентом розрізняють облігації:
 - а) державні, муніципальні, корпоративні;
 - б) забезпечені, незабезпечені, гарантовані;
 - в) дисконтні, купонні;
 - г) короткострокові, довгострокові.

4. Базова модель оцінки поточної ринкової вартості відсоткових облігацій розраховується за формулою:
 - а)
$$YTM = \frac{(N-P)/n+I}{(N+P)/2}$$

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

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

$$\text{г) } y_h = \left[\left(1 + \frac{R_h}{P} \right)^{d_{hчm}} - 1 \right] m.$$

5. Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» емітент може розміщувати облигації таких видів:

- а) відсоткові, цільові, дисконтні;
- б) цільові, дисконтні;
- в) відсоткові, дисконтні;
- г) цільові, дисконтні, конвертовані.

6. Державний борговий цінний папір, що емітується державою в особі уповноважених органів, розміщується виключно на добровільних засадах серед фізичних осіб та дає право на отримання грошового доходу, – це:

- а) вексель;
- б) ощадний сертифікат;
- в) банківський акцепт;
- г) казначейське зобов'язання.

7. Дисконтні облигації розміщуються за ціною:

- а) вищою за номінал;
- б) нижчою за номінал;
- в) рівною номіналу;
- г) вищою за ціну їх погашення.

8. Цінний папір, що підтверджує суму вкладу, внесеного у банк, і права вкладника на одержання зі спливом встановленого строку суми вкладу та процентів по ньому, – це:

- а) казначейське зобов'язання;
- б) банківський акцепт;
- в) вексель;
- г) ощадний (депозитний) сертифікат.

9. Процентна ставка в коефіцієнті дисконтування, що встановлює рівність між поточною вартістю потоку платежів за облигацією і її ринковою ціною, – це...

- а) дохідність до погашення;
- б) поточна вартість облигації;
- в) проста дохідність облигації;
- г) ставка купона.

10. Специфічний вид облигацій, за якими не сплачуються періодичні відсоткові платежі:

- а) купонні;
- б) облигації з нульовим купоном;
- в) конвертовані;
- г) цільові.

Завдання

1. Вексель на суму 50 000 грн пред'явлений у банк для оплати за 120 днів до строку його погашення. Визначіть суму, що отримана пред'явником векселя, і суму доходу банку, якщо банк для його визначення використовуватиме ставку відсотків і облікову ставку на рівні 21 % річних (розрахункова кількість днів у році за використання ставки відсотків становить 365, за використання облікової ставки – 360).

2. Номінал облигації – 1 000 грн. Термін погашення облигації – через 5 років. За облигацією виплачуються відсотки у 20 % річних, виплата проводиться один раз на рік. Курсова ціна облигації – 930 грн. Визначити дохідність облигації до погашення.

3. Визначити ринкову ціну облигації, що випущена на 5 років з номінальною вартістю 5 500 грн, купонною ставкою 10 % річних, сплатою відсотків щорічно, ставкою дисконту 12 %.

4. Депозитний сертифікат дисконтного типу номіналом 12 000 грн, ціна якого визначається з використанням облікової ставки, було придбано за 50 днів до строку погашення і продано через 20 днів. Ринкові облікові ставки на моменти купівлі та продажу становили 22 і 16 % річних відповідно. Визначити дохід від операцій купівлі-продажу та її дохідність у вигляді ефективної річної

ставки відсотків, якщо розрахункова кількість днів у році за обліку таких зобов'язань становить 360, а за нарахування відсотків – 365.

5. Оцінити інвестиційну вартість трирічної облигації номіналом 1 000 грн з річною купонною ставкою 5 %, якщо купонні виплати здійснюють один раз на півроку, а ставка дисконтування $i = 6 \%$.

6. Ощадний сертифікат номіналом 23 000 грн з нарахуванням відсотків за ставкою 21 % річних і терміном обігу півроку було придбано за 100 днів до погашення і продано через 25 днів. Значення ставок відсотків за депозитами на момент купівлі та продажу становили 30 % і 25 % річних відповідно. Визначити дохід від операції купівлі-продажу та її дохідність у вигляді ефективної ставки відсотків за розрахункової кількості днів на рік у 365.

7. Облігація номіналом 100 грн реалізується за ціною 67,5 грн, погашення передбачається через 3 роки. Визначити норму очікуваної дохідності облигації.

8. Вексель на суму 15 000 грн видано на 150 днів з нарахуванням відсотків 18 % річних за розрахункової кількості днів на рік 365. Банк обліковував вексель за 52 дні до терміну погашення за обліковою ставкою 15 % за розрахункової кількості днів на рік 360. Визначити суму, отриману пред'явником, та суму доходу банку.

9. Визначити ринкову ціну облигації, що випущена на 10 років, до погашення залишилося 4 роки. Номінальна вартість становить 200 грн, річна купонна ставка 18 % зі сплатою відсотків щорічно, ринкова дохідність (ставка дисконтування) становить 12 %.

10. Облігація підприємства номіналом 140 грн реалізується на ринку. Погашення облигації та виплату відсотків передбачено через 4 роки. Ставка відсотка (купон) становить 17 % річних, норма поточної дохідності за облигаціями такого типу становить 10 %. Необхідно визначити поточну вартість облигації.

Список рекомендованих джерел

1. Боди З. Финансы / З. Боди, Р. Мертон : пер. с англ. – М. : Изд-во: Вильямс, 2007. – 592 с.

2. Боярко І. М. Інвестиційний аналіз: навч. посіб. / І. М Боярко, Л. Л. Гриценко. – К.: Центр учбової літератури, 2011. – 400 с.
3. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов. Подарочное издание / Р. Брейли, М. Стюарт. – М.: Олимп-Бизнес, 2012. – 978 с.
4. Долінський Л. Б. Фінансові обчислення та аналіз цінних паперів: навч. посіб. / Долінський Л. Б. – К., Майстер-клас, 2005. – 192 с.
5. Інформаційно-аналітичний портал рейтингового агентства «Рюрік» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua/main-definitions.html>.
6. Інформаційно-аналітичний портал рейтингового агентства «Кредит-рейтинг» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.credit-rating.ua/ua/about-rating/terms/>
7. Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.u-fin.com.ua/shkala-kred-reit.htm>
8. Клименко В. В. Фінансовий ринок : навч. посіб. для студентів вищ. навч. закл. / В. В. Клименко, Л. М. Акімова, Л. М. Докієнко. – К. : Центр учбової літератури, 2015. – 357 с.
9. Коваленко Ю. М. Зловживання у сфері рейтингових послуг на фінансовому ринку і можливості їх усунення / Ю. М. Коваленко // Фінансове право / Н.-д. ін-т фін. права. – Ірпінь, 2011. – № 1. – С. 29–32.
10. Коваленко Ю. М. Управління фінансовими інвестиціями: навч. посіб. / Коваленко Ю. М. – Ірпінь: НУДПСУ, 2010. – 350 с.
11. Ковернінська Ю. В. Диверсифікація активів небанківських фінансових посередників в Україні / Ю. В. Ковернінська // Незалежний аудитор. – 2017. – № 21 (III). – С. 17–24.
12. Пересада А. А. Інвестиційний аналіз : навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисц. / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко, С. В. Онікієнко. – К. : КНЕУ, 2003. – 134 с.
13. Пересада А. А. Портфельне інвестування : навч. посіб. / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. – К. : КНЕУ, 2004. – 408 с.
14. Прасолова С. П. Банківські операції : навч. посіб. та практик. / С. П. Прасолова, О. С. Вовченко – К.: Центр учбової літератури, 2013. – 568 с.

15. Про затвердження Національної рейтингової шкали: Постанова Кабінету Міністрів України: від 26.04.2007 № 665 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/665-2007-%D0%BF>.

16. Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу : Рішення НКЦПФР : від 27.12.2013 № 2998 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z0171-14>.

17. Про затвердження Положення про порядок проведення конкурсу з визначення уповноважених рейтингових агентств та порядок ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств : Рішення НКЦПФР : від 10.08.2017 № 607 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1112-17>.

18. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України : від 23.02.2006 № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.

19. Рейтингові агентства : Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/fund/rateagencies>

20. Шелудько В. М. Фінансовий менеджмент : підруч. / В. М. Шелудько; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – 2-ге вид., стер. – К. : Знання, 2013. – 375 с.

21. Шкварчук Л. О. Фінансовий ринок : навч. посіб. / Л. О. Шкварчук. – К. : Знання, 2013. – 382 с.

22. Ярошевська О. В. Рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів у системі розвитку фондового ринку / О. В. Ярошевська // Науковий вісник міжнародного гуманітарного університету [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.vestnik-econom.mgu.od.ua/journal/2017/25-2-2017/31.pdf>.

23. Merton R. C. On Market Timing and Investment Performance: An Equilibrium Theory of Value for Market Forecasts / R. C. Merton // Journal of Business. – 1981. – July.

РОЗДІЛ 7

РИНОК ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ. ФІНАНСОВИЙ ІНЖИНІРИНГ

- 7.1. *Сутність строкового ринку та строкових угод.*
- 7.2. *Загальна характеристика похідних фінансових інструментів.*
- 7.3. *Ф'ючерсні контракти та індексні стратегії.*
- 7.4. *Технології угод з опціонними контрактами.*
- 7.5. *Фінансовий інжиніринг і створення нових фінансових інструментів.*

7.1. Сутність строкового ринку та строкових угод

В основу розуміння сутності строкового ринку фінансових інструментів покладено характеристику строкової угоди як основної угоди, що укладається на цьому ринку. **Строкова угода** – це стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених ним умовах у майбутньому. Його загальновизнаними характеристиками є похідність і строковість. Саме тому строкові інструменти часто 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 зумовлений наявністю товарного та фінансового ринків, тобто для його існування необхідна наявність цих базисних ринків та їх інструментів. Слід розрізняти похідні фінансові інструменти, що пов'язані з фінансовим ринком і засновані на фінансових активах (фінансові ф'ючерси, опціони тощо), і фінансові інструменти, що пов'язані з товарними ринками і засновані на товарах (товарні ф'ючерси, опціони тощо). У цьому розділі розглядаються похідні цінні папери, що базуються на фінансових активах.

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

У сучасному розумінні цього слова деривативи виникли на початку XVIII ст. Вперше ними стали торгувати у прикордонних районах Середнього Заходу США. Це були контракти на поставку зерна та кукурудзи. Виробники сільгосподарської продукції продавали форвардні контракти на поставку певного виду продукції та одержували додаткові прибутки у разі отримання високого врожаю, падіння цін на ринку та продажу за більш високими цінами, що зафіксовані у цих контрактах. У разі невисокого врожаю та зростання цін на ринку виробники продукції отримували збитки, продаючи свою продукцію за невисокими цінами, що були зафіксовані у контрактах. Проте у будь-якому разі вони продавали свою продукцію за форвардними контрактами та гарантували собі надходження певних сум грошових коштів із реалізацією виробленої продукції.

Із розвитком зернової торгівлі у 1848 р. у Чикаго було утворено першу біржу з торгівлі строковими контрактами на сільськогосподарську продукцію, – «Чиказьку торгову палату» (англ. *Chicago Board of Trade, CBOT*). У 1865 р. на ній з'явився новий різновид строкових контрактів – ф'ючерсні контракти. На відміну від форвардних ці контракти були стандартизованими щодо якості, кількості, часу та місця поставки контракту. Не обумовлювалася лише ціна, яка визначалася через аукціон на біржі. Для учасників біржових торгів це означало, що на певний вид продукції можна було придбати контракт лише на визначені обсяг цієї продукції та терміни поставки. Недоліком стандартизації було те, що можна було купити чи продати контракт лише за наперед визначеними параметрами, що не завжди відповідало цілям покупця чи продавця. Однак цей недолік згодом став несуттєвим порівняно з тими перевагами, що дали стандартизація та порядок проведення торгів ф'ючерсними контрактами. Згодом ф'ючерсні контракти, маючи таке саме формальне визначення, що й форвардні, перетворились у більш досконалий інструмент страхування від цінних ризиків.

У власників ф'ючерсних контрактів з'явилась можливість закривати свої зобов'язання за контрактом без виконання реальної поставки активу. Крім того, була запроваджена система маржі, що забезпечувала виконання зобов'язань учасниками торгівлі через депонування коштів на біржі чи у представника біржі для гарантованого виконання контракту.

У 1970-х рр. із введенням плаваючого валютного курсу стали більш мінливими ринкові процентні ставки, що призвело до збільшення коливань цін різноманітних фінансових інструментів, і викликало появу та стрімкий розвиток ринку фінансових ф'ючерсів. Ф'ючерсні контракти дали змогу фінансовим інститутам та іншим учасникам фінансового ринку більш ефективно управляти цінним ризиком. Першими фінансовими ф'ючерсами стали контракти на іпотечні цінні папери та на іноземну валюту.

У 1982 р. з'явився новий вид контрактів – опціони на ф'ючерси казначейських облігацій. У цьому році також були укладені перші свопи – угоди, що суттєво відрізнялись від інших

деривативів і в основі яких була заміна грошового потоку з одними характеристиками на потік з іншими характеристиками. Одним із перших був своп, що пов'язаний з випуском у 1982 р. *Deutsche Bank* семирічних єврооблігацій на загальну суму 300 млн дол. США.

Основу класу похідних фінансових інструментів становлять ф'ючерсні, форвардні, опціонні контракти та свопи, а найпопулярнішими видами базових інструментів є валюта, грошові кошти у формі кредитів і депозитів, цінні папери, фондові індекси.

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, то 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*.

До причин популярності строкового ринку можна віднести: широкі можливості строкового ринку для інвесторів, що переслідують зовсім різні цілі; операції на строковому ринку є більш вигідними порівняно з операціями на ринку базового активу, що пов'язане не тільки з «ефектом плеча», але й з відсутністю трансакційних витрат, що виникають при проведенні операцій на ринку базового активу.

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*.

Світовий ринок похідних фінансових інструментів на сьогодні за обсягами торгів перевищує обсяг ринків основних фінансових інструментів і має доволі динамічні темпи розвитку. Ця тенденція не змінилася, незважаючи на їх негативну славу після світової фінансової кризи 2007–2008 рр.

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

– посвідчення прав, що впливають 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. 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 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. На біржовому ринку деривативів, де здійснюється торгівля стандартизованими похідними контрактами, коли відбувається хеджування продажем, то кажуть, що підприємство, яке продає дериватив, займає коротку ринкову позицію, й навпаки, коли підприємство купує дериватив, – довгу. Технології хеджування дають змогу зафіксувати як бажану ціну товару, так і рівень валютного курсу чи процентної ставки й таким чином знизити фінансові ризики діяльності компаній.

Як довела практика, з розширенням ринків потреба у зниженні ризиків під час проведення операцій з деривативами значно зростає. На строковому ринку операції проводяться в основному реальними власниками активів і фінансовими посередниками. Власники активів (хеджери) займаються хеджуванням, тобто укладають строкові угоди з метою страхування від можливих цінних змін на реальному ринку. Метою фінансових посередників є отримання спекулятивного прибутку від різниці в цінах купівлі-продажу строкових контрактів. Отже, в сучасних умовах деривативи виконують в економічній системі дві важливі функції: створюють механізм для проведення операцій хеджування; дозволяють біржовим спекулянтам здійснювати спекулятивні операції з метою отримання доходу від різниці в цінах.

Фінансові інститути відіграють подвійну роль на ринку деривативів: з одного боку, вони виступають посередниками за проведення підприємствами операцій хеджування, з іншого – укладають угоди купівлі деривативів з метою хеджування власних ризиків діяльності та отримання прибутків від спекуляції такими фінансовими інструментами. Завдяки високому рівню розвитку операцій з деривативами, що реалізуються фінансовими інститутами у світі, їх клієнти мають можливість отримання доступу до найбільш ефективних інструментів хеджування ризиків на фінансових ринках.

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. Наприклад, учаснику ринку потрібно через 3 місяці купити валюту. Спостерігається тенденція зростання курсу валюти, так що курс валюти, що встановиться через три місяці, невідомий. Строковий ринок пропонує хеджеру ряд інструментів, які дозволяють йому вже сьогодні зафіксувати курс валюти, яку він купить тільки через 3 місяці.

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. Спекулянт купує (продає) строкові контракти для того, щоб у майбутньому продати (купити) їх за більш привабливою ціною. Так, якщо ціна контракту на ринку зросте, то спекулянт намагатиметься відкрити довгу позицію, а згодом закрити її шляхом проведення офсетної угоди, вигравши на різниці цін строкових контрактів. Якщо у результаті спекулянт готовий понести додатковий ризик за отримання прибутку, то хеджер готовий заплатити за зменшення ризику можливих втрат.

Арбітражер – особа, яка отримує прибуток за рахунок одночасної купівлі-продажу одного й того самого активу на різних ринках. Прибуток арбітражера виникає у тому випадку, якщо на цих ринках спостерігається різниця у цінах або порушуються паритетні відносини між ними. Основа для їх проведення може виникнути раптово. У підсумку проведення арбітражу різниця у цінах вирівнюється і ліквідується порушення паритетних відносин. Після цього основа для проведення арбітражних угод зникає.

7.2. Загальна характеристика похідних фінансових інструментів

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

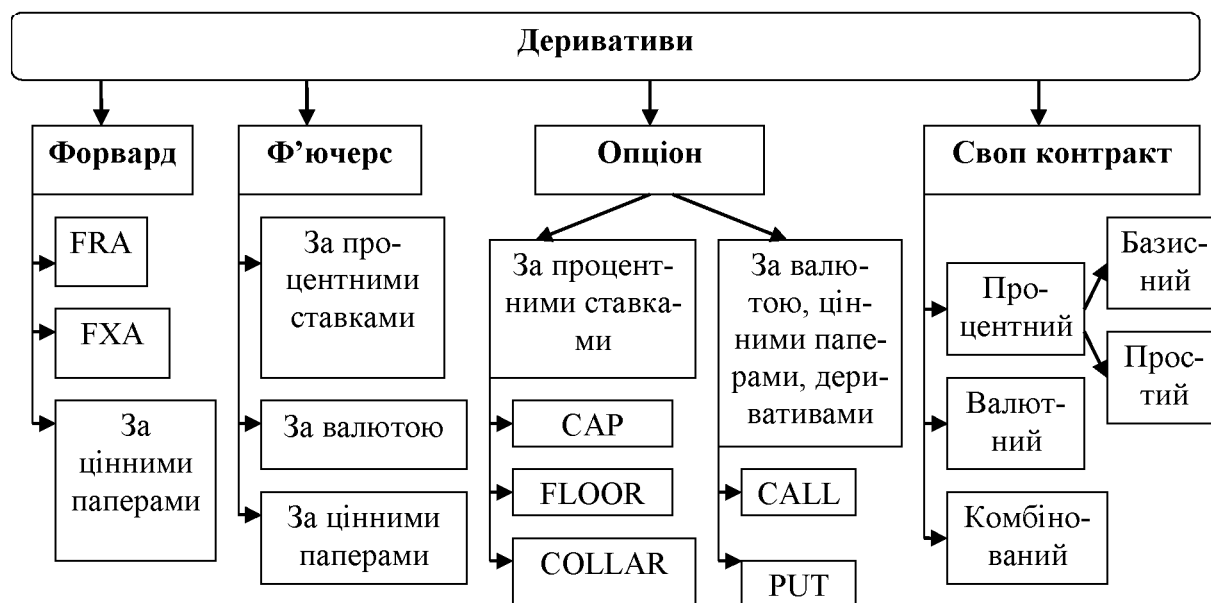


Рис. 7.1. Види похідних фінансових інструментів (деривативів)

Одним із найпоширеніших у світі деривативів є *ф'ючерс* – універсальний фінансовий інструмент, що широко використовується в інвестиційних стратегіях. Причини популярності ринку ф'ючерсів полягають у великих можливостях строкового ринку для інвесторів, які переслідують різні цілі. Одні учасники ф'ю-

черсного ринку отримують прибутки на основі коливань цін на базові активи, не вдаючись до безпосередньої купівлі-продажу самих активів, інші – намагаються уникнути ризику цінової нестабільності.

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

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

Якщо ф'ючерсний контракт на продаж певного товару не був ліквідований до закінчення строку його дії шляхом придбання офсетного контракту, то продавець цього товару (власник такого контракту) повинен поставити цей товар. Покупець, який виявив бажання прийняти реальний товар за своїм ф'ючерсним контрактом, одержує складське свідоцтво, за яким і отримує цей товар. Разом із тим власник ф'ючерсного контракту на продаж, наприклад, зерна може ліквідувати його до настання строку поставки базового активу, придбавши відповідний контракт на купівлю тієї самої кількості зерна за цінами, що діють на момент його ліквідації. Отже, існує органічний взаємозв'язок спотових і ф'ючерсних цін. *Ф'ючерсна ціна* являє собою поточну точку зору

учасників ринку на вартість товару з поставкою в майбутньому. Таким чином, час та очікування учасників ринку є основними факторами розрізнення цін на реальному й ф'ючерсному ринках. Різниця між цінами на певний товар на реальному (спотовому) і ф'ючерсному ринках називається *базисом*. Загалом ф'ючерсна ціна ґрунтується на спотовій із урахуванням витрат на страхування, зберігання й транспортування продукції, що виступає базовим активом. Учасники торгівлі, беручи до уваги перелічені фактори, проводять операції купівлі-продажу ф'ючерсних контрактів протягом відкритих торгів на біржі. За результатами торгів визначаються ціни, які показують реальний стан ринку, співвідношення попиту та пропозиції на певні види сільськогосподарської продукції. Така цінова інформація надає можливість учасникам ринку оцінити свої позиції та прийняти рішення щодо здійснення подальших операцій купівлі-продажу ф'ючерсних контрактів.

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

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

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

Предметом ф'ючерсного контракту можуть бути реальні товари або такі фінансові інструменти, як іноземна валюта, депозитні сертифікати, банківські депозити, акції, облігації, векселі,

довгострокові казначейські зобов'язання, фондові індекси. Обсяги поставки цих фінансових інструментів стандартні (як лоти), що є особливістю ф'ючерсних контрактів.

Одним із видів деривативів, які 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 інша (покупець) – купує та здобуває право протягом зазначеного в умовах опціону терміну або купити, або продати цей базовий актив. Традиційно базовими активами цих контрактів виступають фінансові або інші активи: акції, облігації, товари, індекси, валюта, ф'ючерсні контракти тощо.

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

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

На відміну від ф'ючерсу чи форварду, що передбачають обов'язковість угоди для обох її учасників, опціон є угодою, яка надає його власникові (покупцеві) право виконати чи не виконати її. Водночас особа, яка виписує опціон (продавець), бере на себе зобов'язання виконати цю угоду. Опціон виконується, коли ситуація на ринку сприятлива для його покупця та не сприятлива для продавця. Останній бере на себе ризики, що пов'язані з несприятливими ціновими змінами на ринку, й за це отримує від покупця винагороду – премію, яку називають ціною опціону. Ціну базового активу, зафіксовану в опціонному контракті, за якою буде продано цей актив, називають **страйковою ціною**,

або ціною виконання. Опціони мають також внутрішню вартість. Так, внутрішня вартість опціону *call* – це різниця між спотовою ціною базового активу та ціною виконання опціону, а опціону *put* – різниця між ціною виконання опціону та спотовою ціною базового активу.

Опціонні угоди укладаються як на біржовому, так і на позабіржовому ринку. До 1973 р. торгівля опціонами існувала лише на позабіржовому ринку. Учасниками таких угод виступають здебільшого банки та їх клієнти – компанії, фірми. Іноді угоди укладаються на міжбанківському ринку, коли менший за розмірами банк купує опціони у великого банку.

На позабіржовому ринку опціони використовуються як банківський продукт або послуга, що надається клієнтам. Такі опціонні контракти не стандартизовані і можуть укладатися на будь-яку суму і термін за потребами покупця. Позабіржові опціони банк виписує своїм клієнтам, конкретно пристосовуючись до їхніх потреб. Якщо клієнт вирішить не виконувати опціон, він може продати його лише тому банку, в якому він був придбаний. У такому разі умови повернення опціону диктує банк. Він купить опціон лише за умови, що в нього залишилась часова вартість – різниця між майбутньою ціною базових активів протягом періоду дії опціону та ціною виконання (тоді для банку має сенс виплатити деяку суму для ліквідації опціону).

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.

За технікою біржова торгівля опціонами багато в чому подібна до ф'ючерсної торгівлі. Біржові опціони мають стандартні суми та строки дії угоди, що збігаються з відповідними умовами ф'ючерсних контрактів. Терміни дії більшості біржових опціонів закінчуються в березні, червні, вересні та грудні. Клірингова установа біржі дає гарантію виконання всіх опціонних угод, якими торгують на біржі. Для участі в торгах учасник ринку має відкрити рахунок у брокерській фірмі і зробити гарантійний внесок. За наказом клієнта брокер купує чи продає зазначену кількість опціонів будь-якого типу. Після здійснення операції купівлі опціону клієнт займає довгу, а після операції продажу – коротку позицію. Позиції можуть бути закриті укладанням офсетної угоди в будь-який момент часу або виконанням опціону в зазначені терміни. За проведення операцій з опціонами на біржі клієнт виплачує брокерській фірмі комісійну винагороду.

Крім брокерських контор, в опціонних угодах можуть також брати участь фірми-індосанти, які є гарантами виконання сторонами своїх обов'язків. Вони виконують деякі функції клірингових установ і виступають четвертою стороною угоди.

Посередницькі та індосаторські функції не завжди розділені. Іноді їх виконує одна брокерська фірма або контракт укладається взагалі без посередників. Зазвичай це відбувається між партнерами, які мають давні фінансові зв'язки та першокласну кредитну історію.

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.

Умови біржової торгівлі опціонами змінюються від біржі до біржі, але ці операції доступні як юридичним, так і фізичним

особам. Загалом опціонні контракти використовуються здебільшого великими банками та фірмами у провідних фінансових центрах торгівлі, тоді як невеликі компанії віддають перевагу дешевшим похідним інструментам.

Котирування опціонів здійснюється за значенням премії, що встановлюється для конкретного контракту в момент укладання угоди в результаті попиту (пропозиції). Однак існує ряд чинників, від яких залежить розмір премії. Передусім це стосується страйку.

Для покупця кол-опціону, якщо страйк менше поточного спот-курсу, то він має опціон у грошах; якщо дорівнює, – опціон на грошах; більше поточного курсу, – опціон за грошима. Залежно від стану опціону змінюється й опціонна премія.

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. Вид залежності часової вартості від страйку інтуїтивно зрозумілий: зміна ринкового курсу в майбутньому поблизу сьогоднішнього спот-курсу є найімовірнішою, тому тут часова вартість більша, ніж для сильних змін курсу. Часова вартість залежить і від часу, що залишається до закриття контракту: зі зменшенням часу до виконання контракту зменшується і часова вартість.

Опціонна премія залежить від мінливості (волатильності) вартості базового активу. Чим більша мінливість вартості базового активу, тим вищий ризик продавця опціону, тим вища опціонна премія, і навпаки.

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 інша – 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 пере-

дати базовий актив у власність покупця на визначених умовах, а покупець зобов'язується прийняти в установлений строк базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену таким договором.

Усі умови форвардного контракту визначаються контрагентами в момент його укладання, тобто наперед. Такі контракти відносять до твердих строкових угод, тобто вони є обов'язковими до виконання обома контрагентами. При цьому форварди належать до позабіржових деривативів, оскільки передбачають індивідуальні умови укладання контракту. Дата підписання форвардного контракту називається датою угоди, а дата, на яку учасники домовляються здійснити операцію купівлі-продажу базового активу, – датою платежу, або датою розрахунків. Ціну активу, зафіксовану у форвардному контракті, називають ціною поставки чи форвардною. Чим ближче дати поставки, тим меншою є різниця між цінами на ринку спот і форвардними цінами. Базовими активами у форвардних контрактах можуть виступати різноманітні матеріальні або фінансові активи, валюта, процентні ставки, біржові індекси тощо.

Умови форвардного контракту інколи передбачають штрафні санкції за його невиконання. Проте сплата штрафу, як правило, відбувається в разі виникнення певної ситуації на ринку, тому теоретично гарантій виконання такого контракту не існує. Форварди зазвичай укладаються з метою реальної поставки (купівлі чи продажу) відповідного активу для зменшення впливу можливих несприятливих цінових змін на цей актив. Причому пересічному учасникові ринку, який є продавцем або покупцем певних матеріальних чи фінансових активів, ринок форвардних угод дає змогу спланувати свої майбутні грошові надходження або витрати та знати їх точну величину, незважаючи на зміни в ринковій кон'юнктурі. Крім того, форвардний контракт означає для виробника гарантований продаж продукції у визначений момент у майбутньому за наперед обумовленою ціною, а для покупця – гарантоване надходження продукції в потрібний для нього час і з наперед визначеними витратами на її придбання. Індивідуальний характер укладення форвардного контракту надає можливість досить точно хеджувати фінансовий ризик визначенням будь-якого

виду базового активу, суми угоди й термінів, які відповідають потребам сторін. Таким чином, при хеджуванні цим деривативом є можливість укласти форвардний контракт на потрібну кількість базового активу та на необхідний хеджеру період. Водночас позабіржовий характер форвардних контрактів зумовлює відсутність плати (комісійних) за їх укладання, тобто вартість використання форварду є невисокою. Форвардні контракти мають і свої недоліки, головний із яких – недостатня ліквідність. Обов'язковість виконання не дає змоги достроково розірвати контракт або змінити його умови, а індивідуальність – перепродати його. Як наслідок, форвардні контракти мають низьку ліквідність, а ризик невиконання зобов'язань за ними досить високий. В Україні форвардні контракти активно використовуються на зерновому ринку задля державної підтримки сільського господарства. Уперше їх було запроваджено у 2008 р. у рамках програми форвардних закупівель зерна державою.

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

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

Своп фіксує дати обміну платежами та спосіб їх обчислення виходячи з майбутньої ціни певного базового активу. Фінансові розрахунки за свопами проводяться протягом дії свопових угод за визначеним розкладом. Виконання зобов'язань за свопами може супроводжуватися відчуженням або обміном базового активу, з яким пов'язані розрахунки з обчислення платежу.

Цей дериватив з'явився в 1980-ті рр. та призначений для хеджування валютних, процентних і ринкових (цінових) ризиків. Відповідно розрізняють процентні, валютні й товарні свопи.

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

1) прості, що передбачають обмін фіксованої процентної ставки на змінну або навпаки;

2) базисні, коли змінна процентна ставка обмінюється на таку саму, тільки розраховану на основі іншої базової ставки.

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

Товарні свопи – це угода двох сторін щодо обміну певної суми грошей (яка визначається фіксованою ціною якогось товару) на змінну суму грошей, що базується на ринковій ціні цього товару. Якщо фіксована сума коштів в обумовлений у контракті момент часу перевищує змінну, то різниця передається стороні, яка має сплатити змінну ціну товару, й навпаки. Товарні свопи використовуються для хеджування ризику зміни ринкової ціни товару. Свопові угоди укладаються як на організованому ринку, так і поза ним. Їхньою головною особливістю є взаємовигідність, адже завдяки проведенню операцій обміну обидві сторони досягають поставленої мети. Свопові угоди укладаються тоді, коли потенційні учасники мають намір скористатися такими можливостями іншої сторони, яких самі вони не мають. Отже, переваги від такої угоди отримують обидва учасники, жоден із них не програє й не виграє, завдяки чому вдається зменшити вартість операції. При цьому свопові угоди є порівняно недорогими інструментами хеджування ризиків: за здійснення операції зацікавлена сторона сплачує комісійну винагороду в розмірі, що зазвичай не перевищує 1 % суми угоди. Порівняно з іншими деривативами свопи мають ряд переваг: вони можуть максимально враховувати індивідуальні потреби обох сторін; укладаються на будь-який період і базовий актив; їхня вартість значно нижча за вартість інших інструментів хеджування, наприклад опціонів.

7.3. Ф'ючерсні контракти та індексні стратегії

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

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 установленій 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. Він виконується відповідно до його специфікації шляхом постачання базового активу та його оплати коштами або проведення між сторонами контракту грошових розрахунків без постачання базового активу. Виконання зобов'язань за ф'ючерсом забезпечується шляхом створення відповідних умов організатором торгівлі стандартизованими строковими контрактами.

Ф'ючерсні угоди укладаються лише на біржах. Сторонами виступають не продавець і покупець контракту, а продавець (покупець) і біржа або клірингова установа (юридична особа або підрозділ біржі, який гарантує кліринг та розрахунки за опціонами та ф'ючерсами, що допущені до торгів на біржі). Останні виплачують стороні, яка виграла, і відповідно отримує від сторони, яка програла, різницю між вартістю контракту в день його укладення і виконання. Тобто ф'ючерсна угода є законною угодою між покупцем (продавцем) і біржею або кліринговою установою, в яких покупець (продавець) погоджується прийняти (здійснити) поставку певного активу за обумовленою ціною в кінці визначеного періо-

ду часу. Дату виконання умов угоди називають *датою поставки*. Більшість фінансових ф'ючерсів мають стандартизовані дати поставки в березні, червні, вересні, грудні. Ціну базового активу, що зафіксована у контракті, називають *ціною поставки*.

Закриття (ліквідація) позиції за ф'ючерсним контрактом полягає у виконанні умов угоди чи передачі зобов'язань за нею іншій особі через укладання зворотної (офсетної) угоди. Наприклад, якщо є угода на продаж 100 акцій корпорації *A* з датою поставки через три місяці, то зворотною буде угода на купівлю 100 акцій корпорації *A* з датою поставки через три місяці.

Отже, ліквідувати позицію можна в будь-який момент до дати поставки, придбавши угоду протилежного змісту (уклавши офсетну угоду). При цьому прибутком чи збитком учасника ф'ючерсного ринку буде різниця в цінах на ф'ючерсний контракт у момент відкриття та закриття позиції. Якщо ціни на ф'ючерсному ринку зросли, то той, хто відкрив, а потім ліквідував довгу позицію (купив, а потім продав контракт), отримає прибуток, хто відкрив/закрив коротку позицію, отримає збитки. Варто наголосити, що близько 98 % контрактів ліквідуються саме через укладання офсетних угод, а не через реальну поставку активів. Якщо позиція не була ліквідована до дати поставки, ф'ючерсна угода буде виконана в один з двох способів: з поставкою або без поставки базового активу. В контракті з поставкою базового активу продавець у день виконання контракту здійснить поставку стандартної кількості базового активу за розрахунковою ціною (ціною закриття останньої торгової сесії), а покупець оплатить та прийме відповідний базовий актив. 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.

Особливість ф'ючерсного контракту полягає у тому, що сторони зобов'язані виконати його умови. Якщо у день виконання контракту поточна ціна буде нижчою за ціну поставки, покупець не має права відмовитися від своїх зобов'язань за контрактом і зобов'язаний сплатити за вказану у контракті кількість цінних паперів визначену контрактом суму. У свою чергу, продавець також не має права відмовитись від виконання своїх зобов'язань за контрактом, навіть якщо обумовлена ціна буде нижчою порівняно з поточною. Таким чином, результат для кожної зі сторін може бути позитивним або негативним.

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

Клієнт брокерської контори з допомогою брокера укладає відповідну ф'ючерсну угоду, відкриваючи тим самим довгу чи коротку позицію. При цьому він вносить на свій рахунок, відкритий у кліринговій установі, деяку суму, що називається початковою маржею. *Початкова маржа* є внеском клієнта в забезпечення виконання умов контракту, тобто слугує певною гарантією того, що клієнт має намір виконувати свої зобов'язання.

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.

Як початкова маржа можуть бути прийняті не тільки грошові кошти, а й деякі види державних цінних паперів. Вона, як правило, становить 1–6 % від загальної вартості контракту. Причому на хеджерські рахунки традиційно нараховують меншу маржу, ніж на спекулятивні. Якщо, скажімо, мінімальна вимога біржі щодо по-

чаткової маржі становить 5 %, то брокерська контора підвищить цю маржу для хеджерів до 7–10 %, для спекулянтів – до 10–15 %. Вимоги щодо початкової маржі коливаються залежно від базового активу й ситуації на ринку. На ф'ючерсні контракти, що мають більші цінові коливання, нараховують більшу початкову маржу.

Після перевірки ф'ючерсних контрактів кліринговою установою вони перестають бути зобов'язаннями між покупцем та продавцем і перетворюються на зобов'язання між покупцем (продавцем) і кліринговою установою. Остання від моменту реєстрації укладеної угоди на біржі бере на себе зобов'язання перед покупцем поставити актив, а перед продавцем – сплатити його в зумовлені контрактом строки.

Отже, клірингова установа стає контрагентом і гарантом виконання угоди як для покупця, так і для продавця. Крім того, наявність клірингової установи значно полегшує ліквідацію позиції учасника до дати поставки. Покупцеві чи продавцеві ф'ючерсного контракту допоможуть, у разі потреби, придбати протилежний контракт.

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.

Якщо впродовж дня ціна якогось ф'ючерсного контракту зменшиться, наприклад на 300 грн, то продавцеві цього контракту нараховують кошти у розмірі 300 грн, а з рахунку покупця знімуть 30 грн. У разі падіння цін на певні ф'ючерсні контракти продавці цих контрактів отримують прибутки, а покупці контрактів зазнають таких самих збитків. У разі зростання цін на ці контракти виграють покупці контрактів і програють продавці контрактів.

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 з клірингового 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:

$$BM_1 = V_T - V_3, \quad (7.1)$$

де BM_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:

$$BM_2 = V_T - V_{\Pi}, \quad (7.2)$$

де V_{Π} – 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:

$$BM_3 = V_{\Pi\Pi} - V_{\Pi}, \quad (7.3)$$

де $V_{\Pi\Pi}$ – вартість контракту, укладеного з протилежною позицією.

Якщо $BM > 0$, її списують з рахунку фірми-продавця і зараховують на субрахунок фірми-покупця, а якщо $BM < 0$ – 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 закрититься. 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.

Брокерські контори звичайно дають 3–5 днів своїм клієнтам для додаткових внесків. Клієнти, нездатні внести додаткові кошти, мають закрити свої позиції на ринку та свої рахунки. Якщо клієнт не покриває потреби в додаткових коштах і його рахунок вичерпано, всі подальші збитки відшкодовуються за рахунок брокерської контори.

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 увійти 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.

Цінові межі встановлюються для стабілізації ринку й утримання його під контролем. Встановлення межі – своєрідна затримка часу для того, щоб ринок зміг пристосуватися до подій, які спричиняють коливання цінової межі.

Клірингова установа є одним з відділень біржі або незалежною організацією. Через клірингову палату здійснюються реєстрація, узгодження, гарантування, закриття позицій та поставка активів за укладеними угодами. Фінансові звіти також готує клірингова установа. Її членами є розрахункові фірми, які виконують розрахунки для брокерських контор.

Брокерські контори несуть фінансову відповідальність перед своїми розрахунковими фірмами, а клірингова установа є гарантом для своїх членів – розрахункових фірм у проведенні всіх розрахункових операцій за торгами. Усі члени клірингової установи вносять і тримають на рахунках за кожною торговельною позицією так звану клірингову маржу, яка є гарантією належного виконання ф'ючерсних контрактів з боку учасників ринку. Щодня клірингова установа звіряє рахунки своїх членів, встановлює й регулює маржу залежно від ситуації на ринку.

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

Виділяють два типи ф'ючерсних контрактів – товарні та фінансові.

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.

Необхідність розвитку ринку таких ф'ючерсів в Україні можна пояснити тим, що торги ф'ючерсними контрактами проводяться за такими групами товарів, як продукція виробничо-технічного призначення, сільгосппродукція, енергоносії, цінні метали, товари широкого вжитку. Особливо популярними в Україні могли б стати ф'ючерсні угоди на сільгосппродукцію. Так, наприклад, виробник, на полях якого зернові досягнуть не раніше, ніж через три місяці, міг би отримати певну ціну за неї, продавши ф'ючерсні контракти на врожай. У свою чергу, споживачі зернових, купуючи ф'ючерсні контракти, мали б змогу забезпечити гарантовані майбутні поставки за фіксованою ціною і таким чином знизити або виключити ціновий ризик.

Фінансовий ф'ючерс є контрактом, в основі якого 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. Сутність ф'ючерсного валютного контракту полягає в тому, щоб зафіксувати в момент укладання угоди валютний курс, за яким відбудеться операція обміну валют у майбутньому. Типи ф'ючерсних контрактів на іноземну валюту змінюються від біржі до біржі за номінальною вартістю та видами валют, що обмінюються.

Предметом найактивнішої торгівлі є ф'ючерси на долари США, євро, канадські долари, фунти стерлінгів, німецькі марки, швейцарські франки, єни, австралійські долари, мексиканські песо.

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. Укладення ф'ючерсної угоди за відсотковими ставками означає, що продавець бере на себе зобов'язання покласти депозит стандартної суми під відсоткову ставку, що фіксується в момент продажу контракту. Дата виконання такого ф'ючерсного контракту віддалена деяким проміжком часу від дати укладення угоди і є стандартною. Покупець ф'ючерсного відсоткового контракту зобов'язується прийняти депозит на аналогічних умовах.

Ф'ючерсний контракт на фондові індекси являє собою контракт, який базується на вартості фондового індексу, що лежить в їх основі. Оскільки індексні ф'ючерси не передбачають будь-яких поставок цінних паперів, то технологія ф'ючерсних індексних угод базується на тому, що додатна або від'ємна зміна величини індексу множиться на стандартний грошовий коефіцієнт. Одержана таким чином сума сплачується одній зі сторін-учасниць.

Західна практика свідчить, що на сучасних ф'ючерсних біржах щоденний обсяг операцій з фінансовими ф'ючерсами багатократно перевищує обсяг операцій на всіх ринках товарних ф'ючерсів та опціонів. Продавці (виробники) і покупці (споживачі) працюють на біржі з метою страхування своїх товарів, які вони планують продавати (купувати) в майбутньому від непередбачених змін ціни або для того, щоб зафіксувати сприятливу для себе цінову кон'юнктуру.

Інституційні інвестори, як правило, вкладають кошти у валютні ф'ючерси, ф'ючерси на цінні папери та біржові індекси. Товарних ф'ючерсів такі інвестори практично не використовують. Однак загальні обсяги торгівлі товарними ф'ючерсами, використання їх хеджерами та спекулянтами ф'ючерсних ринків цукру, зернових, кави, нафти з 70-х до 90-х років не зменшилися.

Співвідношення обсягів торгівлі на користь фінансових ф'ючерсів змінилося завдяки тому, що за останні 10 років інституційні інвестори створили справді їх величезний ринок, який суттєво перевищив обсяги ринку товарних ф'ючерсів. Інституційні інвестори використовують фінансові ф'ючерси як для хеджування портфелів з реальними цінними паперами, так і для спекуляцій.

У багатьох випадках більш ефективною інвестиційною стратегією є купівля-продаж ф'ючерсного контракту на індекси. Угоди з ними є новою, швидкопрогресуючою галуззю фінансових операцій, а перший індексний строковий контракт був укладений у 1982 р. у Торговій палаті Канзас-Сіті. Порівняння операційних витрат показує, що вони є істотно нижчими на ринку ф'ючерсів на індекси акцій. Крім того, час, за який може укладатись ф'ючерсна угода, складає 30 і менше секунд, коли продаж акцій за розумною ціною становить 2–3 хвилини.

У табл. 7.1 наведено оцінки повних витрат за завершеними угодами, тобто з урахуванням відкриття та наступного закриття позиції (комісійні, витрати, що пов'язані з впливом ринку, і податки), у відсотках від інвестованого капіталу. З даних таблиці видно, що витрати для ринку ф'ючерсів на біржові індекси є меншими порівняно з ринком акцій.

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 множиться 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.

З формуванням портфеля, що дублює індекс, пов'язані витрати, які включають гонорари менеджерам, операційні витрати тощо. Оскільки управляючий активами, який використовує індексацию, зазвичай купує не всі акції, що входять до бази індексу,

додаткові витрати виникають через відмінності у структурі портфеля і відслідковуваного індексу. Зі збільшенням таких витрат ефективність індексної стратегії падає. Тому замість купівлі акцій для побудови індексованого портфеля менеджер може використовувати ф'ючерси на ринкові індекси. За деякими оцінками, з 60 найбільших індексованих пенсійних фондів близько третини використовують індексні ф'ючерси в управлінні фондом.

Таблиця 7.1

Оцінка повних витрат завершених угод у відсотках від обсягу інвестицій для акцій і ф'ючерсів на біржові індекси

Повні витрати	Країна				
	США	Японія	Велико-британія	Франція	Німеччина
Акції					
Комісія	0,20	0,30	0,10	0,20	0,20
Витрати, пов'язані з впливом ринку	0,57	1,00	0,90	0,80	0,60
Податки	0,00	0,30	0,50	0,00	0,00
Підсумок	0,77	1,60	1,50	1,00	0,80
Ф'ючерси					
Комісія	0,01	0,11	0,03	0,03	0,03
Витрати, пов'язані з впливом ринку	0,10	0,30	0,40	0,40	0,30
Податки	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Підсумок	0,11	0,41	0,43	0,43	0,33

Якщо ф'ючерс на індекс оцінений за теоретичною вартістю, то портфель, що складається з «довгої» позиції за ф'ючерсами на індекси і казначейських векселів, буде давати ту саму дохідність, що і відповідний ринковий індекс.

Ф'ючерсний контракт може бути продубльований купівлею базового активу за рахунок позичкових коштів. У випадку індексування дублюється відповідний інструмент купівлею ф'ючерсного контракту та інвестуванням у казначейські векселі. Отже, якщо теоретична ціна ф'ючерсних контрактів на біржовий індекс оцінена правильно, то менеджер фонду може використовувати такі ф'ючерси для створення індексованого портфеля.

Якщо ціна ф'ючерсів на індекс нижче за теоретичну ф'ючерсну ціну (контракти недооцінені), то менеджер фонду може збільшити дохідність індексованого портфеля за допомогою купівлі ф'ючерсів і казначейських векселів, тобто дохідність портфеля буде вищою, ніж за відповідним індексом, якщо позиція збережеться до дати поставки.

Якщо ф'ючерсний контракт переоцінений, менеджер фонду обміняє ф'ючерси на біржовий індекс і казначейські векселі на акції, що входять до бази індексу. У цьому випадку менеджер застосовує стратегію заміщення акцій, коли використовується обмін (своп) портфеля акцій і синтетичного портфеля (ф'ючерси/казначейські векселі) залежно від вартості ф'ючерсного контракту щодо ринкового індексу. Ця стратегія є однією зі стратегій, що використовуються для збільшення дохідності індексованого портфеля. При цьому її застосування може призвести до різних результатів залежно від умов, що склались. Наприклад, портфель менеджера індексного фонду складається з ф'ючерсів на індексі казначейських векселів. По-перше, якщо ф'ючерсний контракт стає більш дорогим, ніж акції індексу, то ф'ючерси будуть продані, а акції куплені. Для виконання заявок на купівлю використовується програмна торгівля. По-друге, якщо ціна ф'ючерсного контракту залишається справедливою, то позиція утримується до закінчення контракту, коли за ф'ючерсами поставляється грошова вартість індексу і акції купуються на ринку за ціною закриття за допомогою програмної торгівлі.

Якщо індексний фонд включає дублюючий портфель акцій, а ф'ючерси недооцінені порівняно з їх теоретичною вартістю, то менеджер фонду продасть портфель акцій і купить ф'ючерсні контракти за допомогою програмних торгів.

7.4. Технології угод з опціонними контрактами

Еволюція опціонів як строкових контрактів, що закріплювали за їх покупцем на конкретний строк право на придбання товару, розпочалася у XVII ст. у Голландії, де їх вперше використали на ринку живих квітів. На той час були застосовані так звані попе-

редні (завчасні) контракти на цибулини тюльпанів, що були в землі, або такі, які ще навіть не були посаджені. При укладанні цих контрактів продавці у покупців вимагали завдаток (у сьогоdnішньому трактуванні премію). Ця сфера діяльності абсолютно не регулювалася законодавчо, а відсутність відповідного досвіду серед учасників торгів об'єктивно спровокувала проблему «перегріву» ринку. Крах цього ринку в історії світових криз отримав назву «тюльпаноманія». У наступні кілька століть контракти, що нагадують сучасні опціони, укладали доволі рідко, як правило, на позабіржовому ринку.

Історично першими опціонами були товарні, однак з розвитком фондових ринків починають укладатися опціони з цінними паперами, особливо у США. Найбільших обсягів ці операції досягли у Нью-Йорку в 1930-х роках. У Велику депресію 1929–1933 рр. операції з опціонами на акції були заборонені, а відновились лише у 1973 р.

Ситуація змінилася з початком 1980-х рр., коли розвиток економіки отримав новий зміст та якісні характеристики, що пояснюється послабленням державного регулювання у фінансовій сфері, крахом Бреттон-Вудської валютної системи, переходом до системи вільно плаваючих курсів, зародженням інноваційних тенденцій в економіці та прискоренням темпів міжнародної торгівлі товарами та послугами.

Бурхливий розвиток валютного та фондового ринків супроводжувався підвищенням ризиків інвестування, що, в свою чергу, сприяло виникненню нових інструментів, або використанню відомих, таких, як опціон, у несподіваних сферах (на нові активи, зокрема фондові індекси).

Розвиток біржового сегменту фінансового ринку у ті роки можна пояснити бажанням інвесторів працювати на прозорому регульованому ринку, оскільки на початку 1970 р. позабіржовий ринок опціонів на ф'ючерсні контракти мав коротку, але скандальну історію. Дилери, обіцяючи величезні прибутки без ризику, зібрали мільйони доларів за рахунок отримання премій від їх продажу. Вони не відкривали базових позицій на ф'ючерсному ринку, сподіваючись, що виконання опціонів ніколи не буде

привабливим для інвесторів. Гра закінчилася, коли інвестори, маючи виграшні опціони, прийшли за своїми прибутками, але замість чеків побачили відключені телефони та відсутність інформації для пересилки грошей.

Біржовий ринок опціонів офіційно функціонує з 1973 р. (саме тоді почала працювати спеціалізована біржа з торгівлі опціонами на акції у Чикаго – *Chicago Board Option Exchange*) і вважається одним із наймолодших сегментів ринку фінансових інструментів, зокрема ринку цінних паперів, який, у свою чергу, у різних формах існує кілька століть.

Біржова торгівля опціонами, крім підвищення довіри інвесторів, додала їм третій варіант дій. Вибір інвесторів було розширено за рахунок торгівлі самими опціонами, позиції за якими можуть бути ліквідованими, як це відбувається з ф'ючерсними контрактами. Ця обставина сприяла значному зростанню кількості укладених опціонів і розширила коло інвесторів. Стандартизація умов опціонів і високоліквідний ринок дозволяють кожній із сторін ліквідувати своє зобов'язання до закінчення строку дії опціону без його реалізації шляхом передачі за поточними цінами своїх прав і зобов'язань іншим біржовикам через урегулювання виникаючих різниць у цінах і преміях між моментом укладання угоди та ліквідації зобов'язань за нею.

Позитивний досвід та очевидні переваги біржової торгівлі опціонами обумовили бурхливий розвиток цього сегмента ринку цінних паперів. У 1975 р. розпочала торгівлю опціонами на акції Нью-Йоркська фондова біржа (*New York Stock Exchange, NYSE*), де було сформовано особливий список акцій, на які можна укладати опціонні контракти. Невдовзі опціони почали укладатися на Філадельфійській та Тихоокеанській біржах. Спочатку в торгах брали участь лише опціони на купівлю, але в подальшому було дозволено торгівлю опціонами на продаж на всіх чотирьох біржах (1977 р.).

У тому ж 1977 р. відкрилася Європейська опціонна біржа у Амстердамі, метою якої була організація торгівлі акціями провідних світових компаній. Однак ця біржа не змогла виконати поставленої мети через високий відсоток спекулятивних угод і через

законодавчі обмеження. Голландським законодавством не передбачалося можливості укладання угод з преміями, що є головною особливістю опціонів. Ще однією із причин була недостатня інвестиційна активність європейських інвесторів.

У 1978 р. при Лондонській фондовій біржі (*London Stock Exchange*) утворюється Лондонський ринок опціонів (*London Traded Options Market*). У 1979 р. розпочала роботу Нью-Йоркська ф'ючерсна біржа (*New York Futures Exchange*). У вересні 1982 р. відкрилися торги ф'ючерсами та опціонами на Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів (*London International Financial Futures Exchange, LIFFE*). Через два роки, у 1984 р., торгівлю опціонами започатковує Сінгапурська міжнародна валютна біржа (*Singapore International Monetary Exchange*), причому ці контракти укладалися на різні валюти, що котирувалися на валютній секції Чиказької товарної біржі (*Chicago Mercantile Exchange*) одночасно на двох зазначених біржах. Відкриття у 1985 р. строкової біржі у Австралії (Сіднейська ф'ючерсна біржа – *Sydney Futures Exchange*) дозволило через використання австралійського часового поясу запровадити торгівлю опціонами *non-stop* упродовж цілої доби. У Франції лише у 1987 р. з'являється Паризький ринок опціонів, на якому працювали такі потужні фінансові інститути, як страхові компанії, пенсійні фонди, банки (для здійснення самостійної торгівлі маклер зобов'язаний був внести від 1 до 50 тис. франків). У 1989 р. на основі цього ринку створюється Біржа фінансових ф'ючерсних контрактів (*MATIF*). В Японії торгівля опціонами розпочинається з 1985 р. Інформаційні технології активно впроваджуються у біржову торгівлю: у травні 1988 р. у Швейцарії започатковуються виключно електронні торги Швейцарською опціонною строковою біржею (*SOFFEX*). З 1990 р. одну із провідних ролей на ринку опціонів у Європі починає відігравати новостворена Німецька строкова біржа у Франкфурті-на-Майні.

Таким чином, формування світового ринку фінансових опціонів відбулося у досить короткий період 70–80-х рр. ХХ ст. До 1990 р. екстенсивний етап його розвитку, що полягав у відкритті

спеціалізованих торговельних майданчиків у різних куточках світу, можна було вважати загалом завершеним. Але практично одразу виникла інша тенденція, що свідчить про продовження бурхливих процесів розвитку, яка полягає у консолідації торгівлі фінансовими опціонами внаслідок злиття та поглинання бірж. Так, у 1990 р. відбувається об'єднання Лондонської міжнародної біржі фінансових ф'ючерсів і Лондонського ринку опціонів, у результаті якого створюється Лондонська біржа похідних інструментів. У наступні роки жорстка конкуренція призвела до об'єднання зусиль європейських, а згодом і американських бірж. У 1998 р. спочатку об'єднали свої електронні торговельні системи Франкфурт, Париж, Цюрих і Амстердам, а потім було оголошено про стратегічний альянс між біржами Франкфурта та Лондона.

Перша хвиля злиттів і поглинань на біржових ринках припадає на кінець 90-х років – тоді з'явилася об'єднана *Euronext* (у континентальній Європі готувалися до запуску євро, що спрощувало функціонування єдиного ринку капіталів). У *Euronext* ввійшли біржові майданчики Амстердама, Брюсселю, Лісабона та Парижа.

Унаслідок подальшого злиття *Euronext* і *NYSE* у 2007 р. у світі з'явилася перша глобальна біржа. *NYSE Euronext* об'єднала *NYSE Group* і *Euronext N.V.* і стала світовим лідером за обсягами та масштабами торгів. Цей біржовий холдинг на сьогодні володіє в країнах Західної Європи та США майданчиками з торгівлі акціями, ф'ючерсами, опціонами, на яких відбувається торгівля близько 8 000 цінними паперами (приблизно третина світового ринку) на *New York Stock Exchange*, *NYSE Euronext*, *NYSE Amex*, *NYSE Alternext* і *NYSE Arca*. У володінні холдингу *NYSE Liffe* – провідний європейський майданчик з торгівлі деривативами, другий у світі за обсягами торгів.

Етапи розвитку світового ринку опціонів та його становлення в Україні наведено у табл. 7.2.

Етапи розвитку світового та національного ринку опціонів

Етап	Період	Характеристика
Світовий ринок		
1	XVII ст. – 30-і рр. XX ст.	Виникнення опціонів як виду деривативів, становлення ринку товарних опціонів, базовим активом за якими були матеріальні цінності. Характерною ознакою цього етапу є практична відсутність уваги держави до регулювання цього ринку. Відсутність рамкових умов і правил обумовила «перегрів» ринку та скорочення операцій з опціонами на тривалий час
2	1930-і – 1970-і рр.	Відродження опціонів на ринку цінних паперів, активізація торгівлі опціонами на акції. Як і на попередньому етапі, держава не приділяла достатньо уваги регулюванню цього ринку, а після його «перегріву» заборонила операції з опціонами на акції
3	середина 1970-х – початок 1990-х рр.	Об'єктивні потреби та інтереси учасників ринку спричинили розвиток спочатку позабіржового, а згодом і біржового ринків фінансових опціонів. На цьому етапі відбулося формування світової мережі організаторів торгівлі фінансовими опціонами та розпочалося становлення законодавства у цій сфері
4	1990-і рр. і дотепер	Консолідація та поступове формування єдиного світового ринку фінансових опціонів шляхом злиття і поглинання бірж як засіб їх адаптації до зростання конкуренції та посилення регуляторного впливу держави
Національний ринок		
1	1994–1999 рр.	Законодавство суттєво випереджає практику використання опціонів. Вперше опціон згадується у Законі України «Про оподаткування прибутку підприємств» 1994 р. У 1997 р. приймаються відповідні документи Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку, НБУ та Кабінетом Міністрів. Оскільки законодавство трактувало опціон як похідний цінний папір і як фінансовий інструмент, багато учасників ринку оцінили можливість його застосування у своїх цілях, що дало змогу суб'єктам господарювання використовувати опціонні схеми для уникнення оподаткування
2	2000–2011 рр.	Становлення позабіржового ринку опціонів. Реєстрація першого випуску опціонів у 2000 р. ВАТ «Укртелеком», впродовж наступних років близько 30 суб'єктів господарювання застосовують опціони, сфера ця є непрозорою, опціонні схеми використовуються для уникнення оподаткування тощо
3	з 2011 року	Початок становлення біржового ринку опціонів. У квітні 2011 року розпочато біржові торги опціоном на ф'ючерсний контракт на індекс акцій української біржі. У 2017 р. прийнято рішення НКЦПФР «Про затвердження Порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії» від 23.03.2017 № 209

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. Опціон, на відміну від ф'ючерсної чи форвардної угоди є угодою «несиметричною». Якщо ф'ючерсні та форвардні угоди, є обов'язковими для виконання обома учасниками угоди, то опціон дає власнику право виконати чи не виконати угоду, а для продавця є обов'язковим для виконання.

Теоретично в основі опціону може перебувати будь-який актив, в будь-якому випадку кількість базових активів для опціонів ширша, ніж для форвардних та ф'ючерсних контрактів, оскільки в основі опціону можуть виступати інші похідні фінансові інструменти.

Традиційним є поділ опціонних контрактів на товарні та фінансові (рис. 7.2). **Фінансові опціони** – опціонні контракти, де як базові активи 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.

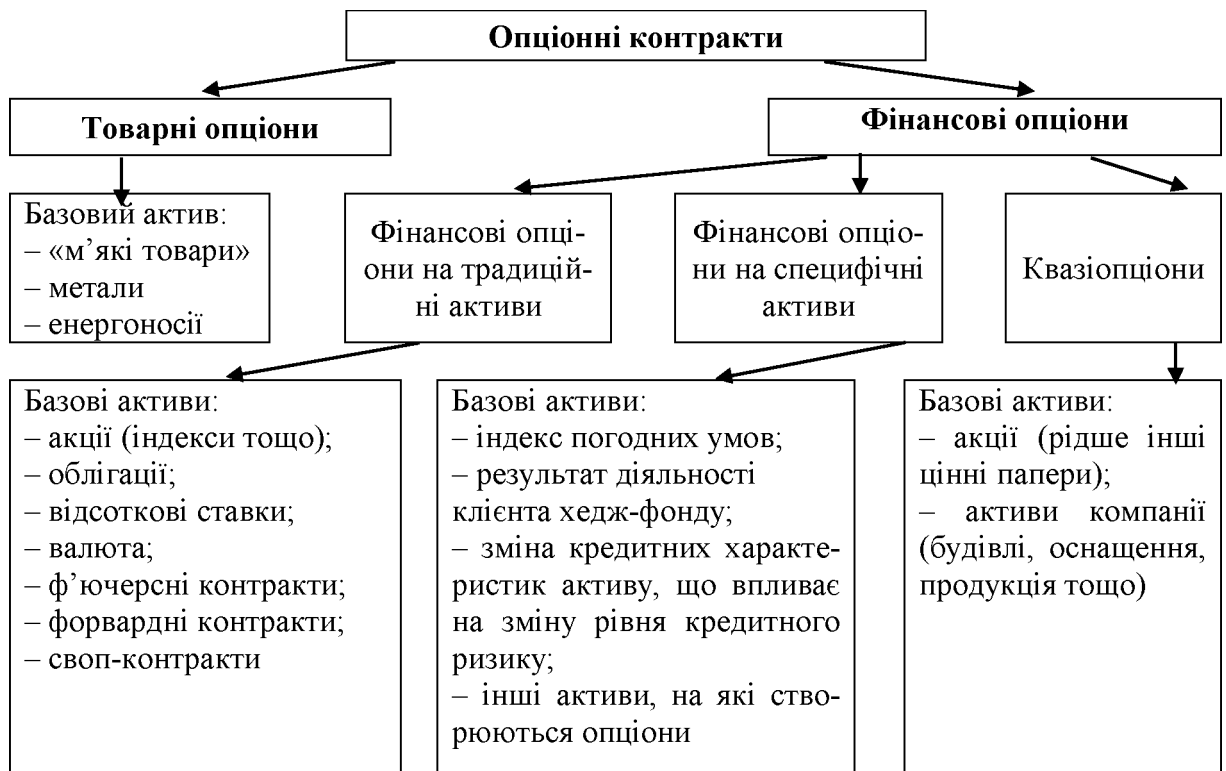


Рис. 7.2. Класифікація опціонних контрактів за базовим активом

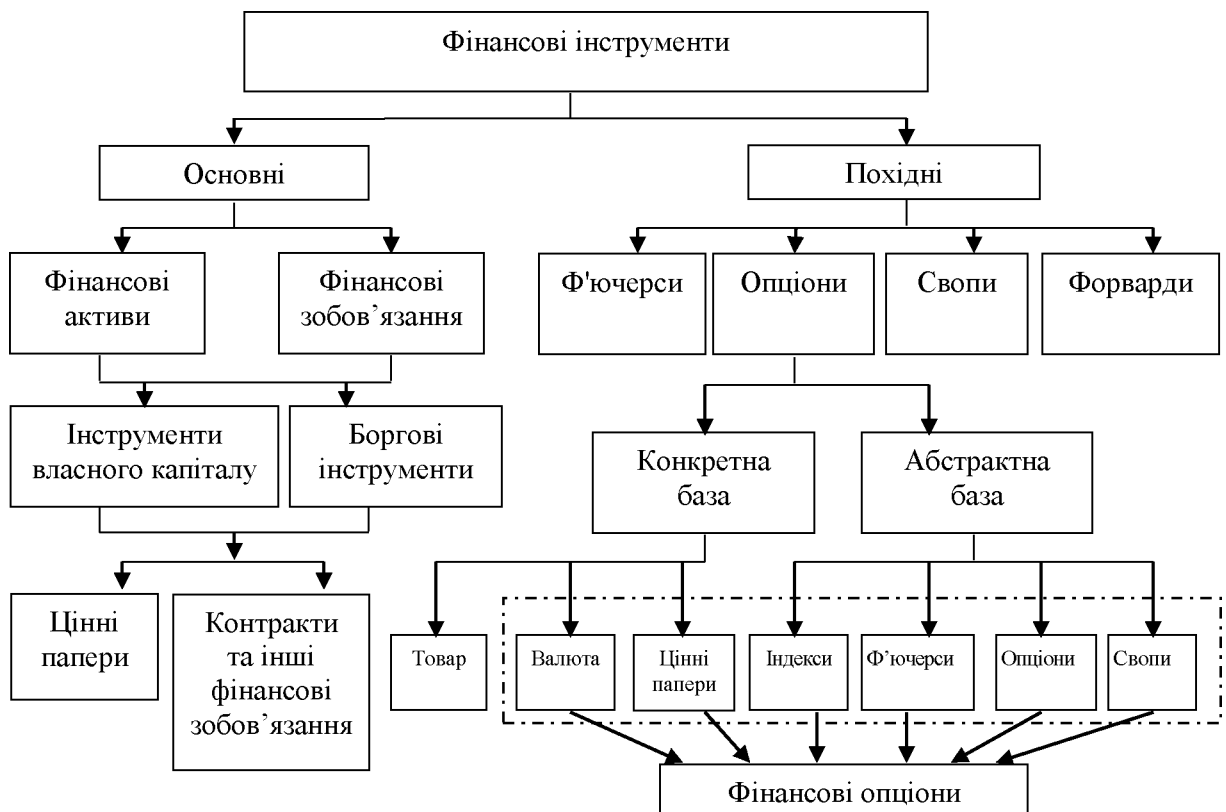


Рис. 7.3. Фінансові опціони у складі фінансових інструментів

Опціон має ряд ознак, які характеризують різні його властивості. Такими ознаками передусім є тип опціону та позиція учасників угоди.

Як зазначалось у підрозділі 7.2, існує два типи опціонів: опціон на купівлю, або опціон покупця чи опціон *Call (call options)*; опціон на продаж, або опціон продавця чи опціон *Put (put options)*. Різницю між ними наведено у табл. 7.3.

На світовому фінансовому ринку найбільш поширеними є опціони двох стилів – американський та європейський. «Європейський» опціон (*European-type option*) може бути виконаний тільки в останній день опціонного періоду (на певну дату), «американський» (*American-type option*) – будь-коли, протягом всього опціонного періоду. У світовій практиці в різних країнах широко використовуються як «американський», так і «європейський» опціони. Практичне застосування опціонних контрактів в Україні базується на використанні «європейського» стилю.

Таблиця 7.3

Порівняльна характеристика опціону *Call* і *Put*

<i>Call</i>	<i>Put</i>
Дає його власнику право купівлі базового активу	Дає його власнику право продажу базового активу
Довга позиція (long)	Коротка позиція (short)
Виконується, коли ціна spot > ціни strike	Виконується, коли ціна spot < ціни strike
Гра на підвищення	Гра на пониження
Внутрішня вартість = ціна spot – ціна strike	Внутрішня вартість = ціна strike – ціна spot
У період зростання ринкових цін такі опціони є сенс купувати	У період зростання ринкових цін такі опціони є резон продавати
У період спаду ринкових цін такі опціони є сенс продавати	У період спаду ринкових цін такі опціони є сенс купувати

Залежно від можливості одержання прибутку чи збитків розрізняють:

1) опціони з виграшем: а) опціони *Call* з ціною виконання, що вища за ринковий (поточний) валютний курс; б) опціони *Put* з ціною виконання, що вища за поточний валютний курс;

2) опціони без виграшу: опціони *Call* і *Put*, ціна виконання яких дорівнює поточному валютному курсу;

3) опціони з програшем: а) опціони *Call* з ціною виконання, вищою за поточний валютний курс; б) опціони *Put* з ціною виконання, нижчою за поточний валютний курс.

Одним із 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	<ul style="list-style-type: none"> – 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	<ul style="list-style-type: none"> – 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	<ul style="list-style-type: none"> – 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*).

Усі опціони, що укладаються на один актив, незалежно від ціни виконання та дати закінчення строку дії, називаються класом опціонів. Група опціонів з ідентичними умовами називається серією. Набір строків закінчення дії опціонів на один і той самий актив називається циклом (місячні або квартальні цикли).

Переваги та недоліки розвитку ринку опціонів для основних суб'єктів ринку цінних паперів наведено у табл. 7.5. Багатофункціональні можливості опціонних контрактів можуть стати запорукою їх популярності, оскільки їх можуть використовувати як «новачки» на фінансовому ринку для страхування своїх операцій з цінними паперами, так і професіонали, які вправно варіюють між хеджуванням та спекуляцією. Опціонні контракти можуть бути цікавими інструментами для тих фінансових установ, які готові до нестандартних рішень та пошуку нових можливостей.

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 порівняно 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 відпливу 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

7.5. Фінансовий інжиніринг і створення нових фінансових інструментів

Традиційно інновації на фінансових ринках пов'язуються з таким поняттям, як «фінансовий інжиніринг»¹. Потужні зміни у цій сфері можна пояснити розвитком інформаційних технологій. Кінець ХХ ст. – початок ХХІ ст. відзначився потужним охопленням країн світу мережею Інтернет, комп'ютерними технологіями, зв'язком тощо. Досягнення у цій сфері істотно вплинули на діяльність фінансових інститутів. Передусім було автоматизовано та радикально здешевлено проведення багатьох фінансових операцій. Це сприяло їх доступності для фінансових інститутів, а також диверсифікації діяльності останніх. З'явилися нові напрями їх роботи, що пов'язані з електронною комерцією, зокрема інтернет-банки тощо.

Фінансова наука почала перетворюватись з аналітичної на інженерну у кінці 80-х рр. У 1988 р. Дж. Фіннерті вперше дав формальне визначення фінансовій інженерії (табл. 7.6), а на початок 90-х рр. час від часу цей термін почав з'являтися у фінансовій літературі, а практики у галузі фінансів почали називатись фінансовими інженерами, а *Chase Manhattan Bank* і *Bank of America* створили у себе фінансово-інженерні департаменти. У 1991 р. створено Міжнародну асоціацію фінансових інженерів (*International Association of Financial Engineers, IAFE*), яка об'єднує в собі групу висококласних спеціалістів.

Нині більшість сучасних дослідників пов'язують фінансові інновації з ринком цінних паперів, на користь якого і свідчить, власне, концепція *М. К'єперта*, який обмежує діяльність фінансових інженерів лише сферою цінних паперів, а концепція

¹ Сучасне розуміння інжинірингу визначається етимологією слова *engin* (фр., машина, механізм), має латинські витоки: *ingenium* – вроджені, природні якості, талант. Варто зазначити, що «інжиніринг» є однокореневим словом не тільки традиційному «інженер» або «інженерія», а й «геній» і «геніальність», що дозволяє тлумачити його як нестандартну удосконалюючу дію людини для вирішення інтелектуальних завдань. Отже, термін *engineering* можна трактувати двояко – у сенсі «інженерія», тобто мається на увазі інженерно-технічна діяльність, і у сенсі «інжиніринг» – роботи дослідницького та розрахунково-аналітичного характеру.

П. Кудре – ринком похідних цінних паперів (деривативів). На ринку останніх визначення фінансового інжинірингу дозволяє виділити три його основні інструменти: об'єднання кількох деривативів в єдиний продукт; декомпозиція деривативів; створення синтетичного продукту шляхом поєднання декомпозиції та комбінування.

Таблиця 7.6

**Провідні підходи до трактування поняття
«фінансовий інжиніринг»**

№	Автори	Трактування
1.	<i>Дж. Фіннерті</i>	Проектування, розробка та реалізація інноваційних фінансових інструментів і процесів, а також творчий пошук нових підходів до розв'язання проблем у галузі фінансів
2.	<i>Дж. Маршалл і В. Бансал</i>	Дисципліна «Фінансовий інжиніринг», незважаючи на свій порівняно молодий вік, уже забезпечила унікальну та істотну сукупність знань у сфері фінансових інновацій, що базуються на технічних (числових, моделюючих) методах різних дисциплін. Основна мета моделювання оптимізуючих розрахунків – отримання нової інформації за залишковим ризиком з метою аналізу поверненості та збільшення прибутку
3.	<i>К. Зупонідис, М. Думнос і П. Пардалос</i>	Процес виявлення нових фінансових послуг і продуктів. Нововведення визначають: 1) попит і пропозицію, що пов'язані зі зміною пов'язаних чинників; 2) послаблення законодавчого пресу
4.	<i>Ф. Мишкін</i>	Створення, управління та використання похідних цінних паперів
5.	<i>П. Кудре</i>	Конструювання фінансових інструментів, зокрема цінних паперів
6.	<i>М. К'єперт</i>	Використання цінних паперів для проведення операцій збільшення ринкової вартості компанії зі стабільними виробничими показниками через механізм поглинання
7.	<i>Р. Кох</i>	Пакування цінних паперів (<i>bundling</i>) і розпакування цінних паперів (<i>unbundling</i>), тобто йдеться про створення нових цінних паперів за допомогою пакування базових і похідних паперів в один комбінований фінансовий інструмент або розподіл доходів від активів для створення цінних паперів різних класів. Процес створення та розробки цінних паперів із заздалегідь програмованими властивостями, що відповідають потребам інвесторів
8.	<i>З. Боді., А. Кейн і Дж. Маркус</i>	Розробка нових фінансових інструментів і методів із використанням для цього вже існуючих з метою пошуку технологій управління фінансовими ризиками на строковому ринку цінних паперів за допомогою операцій хеджування
9.	<i>С. Росс</i>	

Як показала світова фінансова криза 2007–2008 рр., міжнародні фінансові потрясіння були викликані масштабними впровадженнями інноваційних розробок фінансового інжинірингу різними економічними суб'єктами без відповідного прогнозування та оцінювання ризиків. На світовому рівні було визнано, що фінансова інженерія продукує нові технології та інструменти, що дозволяють інвесторам прибутково управляти ризиком за допомогою методу диверсифікації. Але управління ризиками та фінансовий інжиніринг не тотожні, оскільки прикладною функцією фінансового інжинірингу є не тільки управління ризиками.

Застосування індуктивного методу у дослідженні фінансового інжинірингу дозволяє виділити два його напрями (табл. 7.7).

Отже, *фінансовий інжиніринг* – це сукупність заходів щодо розв'язання завдань підвищення ефективності фінансової та страхової діяльності, зниження її ризиків через рахунок конструювання нових продуктів і технологій, а також використання різних комбінацій уже існуючих фінансових інструментів з метою задоволення інтересів та потреб учасників фінансових відносин.

Таблиця 7.7

Напрями фінансового інжинірингу

Підвищення ефективності фінансової та страхової діяльності	Конструювання нових фінансових продуктів
Розроблення та реалізація спекулятивних стратегій у торгівлі цінними паперами та похідними	Розроблення нових похідних фінансових інструментів
Управління ризиками (хеджування)	Розроблення інноваційних продуктів, зокрема структурованих
Спекуляція та арбітраж	Створення нового фіктивного капіталу і забезпечення його руху
Отримання прибутку на основі використання ринкових недосконалостей і незайнятих сегментів ринку цінних паперів	Створення нових конвертованих цінних паперів, що можуть бути обмінені на різні фінансові інструменти
Управління корпоративними фінансами	
Оперативне управління (моніторинг) реалізації проектів	

Фінансовий інжиніринг класифікується як банківський, строкового ринку, корпоративних фінансів, обслуговування домогосподарств, податковий, бюджетний, комбінований тощо (табл. 7.8).

Таблиця 7.8

Види фінансового інжинірингу

Ознака	Вид	Підвиди
Суб'єкти фінансових відносин	Сектору загального державного управління	Бюджетний
		Податковий
		Митний
	Місцевих органів влади	Бюджетний
		Податковий
	Фінансовий інжиніринг корпоративного сектору	Корпоративних фінансів реально-го сектору
		Банківський
Страховий		
Обслуговування домогосподарств		
Сегменти фінансового ринку	Ринку пайових цінних паперів	
	Ринку боргових фінансових інструментів	
	Грошового ринку	
	Ринку капіталу	
	Ринку похідних і структурованих фінансових інструментів	

Фінансовий інжиніринг є залежним від інновацій поняттям: спершу з'являється потреба в тих або інших фінансових інноваціях, а згодом інженери створюють нові фінансові інструменти та механізми торгівлі з докладанням усіх своїх практичних навичок і теоретичних знань.

Передумови розвитку фінансового інжинірингу: 1) глобалізація фінансової та страхової діяльності; 2) дестабілізація міжнародних ринків капіталу та податкові асиметрії; 3) індустріалізація багатьох країн, що розвиваються (наприклад Китаю); 4) підвищення інформативності суспільства та розвиток інформаційних технологій; 5) наукові розробки фінансової теорії; 6) зміни регулюючого законодавства.

Одним із важливих інструментів фінансової інженерії є врахування податків і регуляторних обмежень, зокрема:

– *ринок єврооблігацій* виник як противага рішенням Уряду США утримувати у джерела виплати доходів за облігаціями, що розміщені в США серед іноземних інвесторів, податку у розмірі 30 %;

– *облігації з нульовим купоном* стали відповіддю на помилку податкової служби США, яка розраховувала щорічні податкові вирахування виходячи з простого відсотку замість складного. Навіть коли цю відповідність було усунуто, великий попит на облігації з нульовим купоном зберігся з боку японських корпорацій, оскільки за національним законодавством дохід за цими інструментами прирівнювався до приросту капіталу та не обкладався податком;

– *валютні ф'ючерси* виникли після усунення Бреттон-Вудської системи фіксованих валютних курсів;

– *ринок євродоларів* є наслідком так званого «Правила Q», за яким було встановлено межю на розмір відсоткових ставок, що виплачуються за вкладками у комерційних банках США;

– *свати* з'явилися після того, як уряд Великобританії ввів заборону на фінансування британських фірм у доларах і фінансування зарубіжних фірм у фунтах стерлінгів.

Отже, однією з основних функцій фінансових інженерів поряд із роллю посередників і генераторів ідей (інноваторів) є пошук законодавчих прогалин. «Законники» вивчають системи бухгалтерського обліку та податкове законодавство, шукають можливості арбітражу за рахунок наявних там асиметрій. Врешті решт, коли така прогалина стає загальновідомою, то вносять відповідні зміни у законодавство. Однак адаптивні механізми законодавства можуть бути повільними, і протягом деякого часу зберігаються можливості для використання його недосконалості.

Інноваційна складова фінансового інструменту полягає у виконанні двох основних умов: необхідної та достатньої.

Необхідна умова фінансового інжинірингу – модифікація базового активу (англ. *underlying asset*), що полягає у його: 1) гібридності; 2) структурованості; 3) представленні як реального активу на противагу фінансовим зобов'язанням.

1. *Гібридність фінансових інструментів* полягає у створенні нового інноваційного продукту на основі комбінації фінансових інструментів:

– елементарних (договір лізингу як комбінація договору купівлі-продажу та оренди; *ILS* (англ. *Insurance Linked Securities*) як комбінація страхового полісу та облігації);

– елементарних і похідних (конвертована облігація як комбінація облігації та опціону);

– похідних (свопціон – комбінація свопу та опціону).

В основу критерію відмінності елементарного фінансового інструменту від гібридного покладено кількість змінних, що визначає дохідність фінансового інструменту. До елементарних відносять інструменти, що характеризуються єдиною змінною дохідності (акція чи облігація, що приносять дохід у вигляді дивідендів чи процентів). **Гібридний фінансовий інструмент** – це інструмент, що конструюється шляхом поєднання властивостей декількох елементарних і передбачає більше однієї змінної дохідності. Наприклад, катастрофічна облігація (англ. *CAT Bond*) у структурі *ILS* діє як страховий поліс, що покриває збитки від стихійних лих: потопів, землетрусів, буревіїв тощо), а коли страхова подія не настає, цей поліс діє як звичайна облігація з виплатою процентів.

2. **Структурованість фінансових інструментів** означає відбір та групування подібних за умовами виконання фінансових інструментів з метою створення пулу активів як інструменту фандрайзингу¹ (англ. *fundraising*), так і інструменту зменшення інвестиційних ризиків. **Структурований фінансовий інструмент** часто розуміється як:

– інвестиційний інструмент, що включає в себе портфель цінних паперів або інших похідних інструментів, що сконструйовані в одному продукті;

– фінансовий інструмент, дохідність якого залежить від інших простих фінансових інструментів, що входять до його складу. Зазвичай він складається з кредитних продуктів у різноманітних проявах і одного чи кількох похідних інструментів;

¹ Збір добровільних пожертвувань у грошовій або іншій формі, як правило, на цілі, що не пов'язані з отриманням прибутку (наукові дослідження, благодійні проекти тощо).

– фінансовий інструмент і договірне зобов'язання, що проєктуються, створюються, випускаються та продаються інвесторами для задоволення специфічних інвестиційних цілей.

Основними структурованими фінансовими інструментами є *ABS* (англ. *Assets Backed Securities*), *MBS* (англ. *Mortgage Backed Securities*), *CDS* (англ. *Credit Default Swaps*), *CDO* (англ. *Collateralized Debt Obligations*).

ABS – цінні папери, що забезпечені активами, тобто ті, що ґрунтуються на пулах активів або мають забезпечення потоками готівкових коштів від таких активів. Активи, що складають такий пул, об'єднують для того, щоб невеликі та неекономічні активи придбали цінність як об'єкт інвестування. Крім того, диверсифікація пулу активів дозволяє знизити ризик. Самі пули можуть ґрунтуватися на дебіторській заборгованості, починаючи з платежів за допомогою кредитної картки, автокредитів, іпотеки, і закінчуючи платежами за оренду авіатехніки, виплатою роялті (гонорару).

MBS – іпотечні цінні папери, що рефінансуються за допомогою зобов'язань за одним або кількома іпотечними кредитами. Процентні виплати та виплати за основною сумою боргу за такими інструментами отримуються з коштів, що забезпечені кредитами. Іпотечні цінні папери (грец. *Υποθήκη* – запорука, повчання) – різновид вторинних цінних паперів, що слугує універсальним інструментом рефінансування інвестицій у житлове будівництво, тобто засобом для короткострокового відновлення фінансових вливань у житлові об'єкти, що купуються на ринку за допомогою іпотеки. При цьому цінні папери підтримують стабільність рефінансування іпотечного будівництва за рахунок того, що повернення грошових коштів інвестору здійснюється у терміни, менші за терміни погашення суми іпотечного кредиту.

CDS – кредитно-дефолтний своп – ринковий дериватив, що страхує від дефолту за зобов'язаннями. За умовами угоди *CDS*, покупець робить разові або регулярні внески (сплачує премію) продавцю *CDS*, який бере на себе зобов'язання погасити виданий покупцем кредит третій стороні – базовому позичальнику (англ. *Reference Entity*) у разі настання кредитної події (заздалегідь

обумовленої події, що свідчить про неможливість погашення кредиту базовим позичальником, наприклад, примусової реструктуризації, оголошення мораторію на виплати, банкрутства). Покупець отримує захист від кредитного ризику, тобто страховку виданого раніше кредиту або купленого боргового зобов'язання. У разі дефолту покупець передасть продавцю зобов'язання базового позичальника – боргові папери (кредитний договір, облігації, векселі), а в обмін отримає від продавця грошову компенсацію суми боргу за його номінальною вартістю.

CDO – цінні папери, що забезпечені борговими зобов'язаннями, зокрема юридичних осіб. Вони включають корпоративні облігації, які продаються на вільному ринку, кредити інституційних кредиторів, транші цінних паперів, які були випущені в рамках угод зі сек'юритизації (переупаковки кредитів у цінні папери). **CDO** можуть включати будь-які інструменти, що несуть кредитний ризик позичальника: кредити, облігації, **CDS** тощо.

У активів, що входять до **CDO**, або вже є рейтинг, або вони підлягають рейтингуванню. Як правило, **CDO** розміщуються траншами – старші (70–80 % випуску – підлягають погашенню першими, отримують найвищий рейтинг), середні (отримують більш низький рейтинг) і субординовані (зазвичай не рейтинуються). Для зменшення ймовірності дефолту портфеля **CDO** в нього включають слабкорельовані між собою активи. Рейтинг диверсифікованого портфеля буде вищим, а вартість запозичення **CDO** – нижчою.

Інноваційність структурованих фінансових інструментів зводиться до передачі частини ризиків інвесторам. Формування інвестиційних портфелів, що включає процес селекції та структурування однорідних елементарних інструментів, сприяє залученню позикового капіталу та зменшенню інвестиційних ризиків.

3. *Представлення базового активу як реального на противагу фінансовим зобов'язанням пов'язане з реальними опціонами, зокрема складеними (опціон на опціон). З одного боку, реальний опціон є деривативом, з іншого, – модифікацією реального активу з простих інструментів до реальних об'єктів (проекти, заводи, об'єкти інтелектуальної власності, права, патенти тощо), що від-*

носить його до категорії інноваційних фінансових інструментів. Застосування таких опціонів набуло поширення у процесі реалізації реальних інвестиційних проектів на різних стадіях. Поняття реального опціону еволюціонувало з поняття фінансового опціону, увібравши у собі всі властивості опціонного механізму. Проте зміна базового активу надала йому особливу роль у реальній економіці й протиставила регульованому фінансовому ринку деривативів.

Необхідні умови існування інноваційних інструментів представлено у табл. 7.9. Основні особливості інноваційних фінансових інструментів включають новаторський характер; метод конструювання; джерела дохідності; види ризиків, що управляються. Усі наведені категорії мають новаторський характер, проте кожен інструмент конструюється по-різному, має різну кількість джерел дохідності та стосується різних ризиків. Проте вищезгадані критерії є лише необхідною умовою, однак не достатньою.

Таблиця 7.9

Ключові характеристики інноваційних фінансових інструментів

	Новаторський характер	Метод конструювання	Джерело дохідності	Основні види ризиків (за інституціональною приналежністю)
Гібридні фінансові інструменти	так	<i>LEGO</i>	декілька	страхові, банківські, зовнішньоекономічні
Структуровані фінансові інструменти	так	<i>LEGO</i>	одне або декілька	банківські, ризики інших інституційних інвесторів
Реальні опціони	так	Функціональний	одне	корпоративні, ризики комерційних підприємств, державних установ

Достатня умова фінансового інжинірингу – усунення у фінансових інструментах елементу спекулятивності. Характерна

для них особливість – отримання великого прибутку за диверсифікації ризиків на різних ринках – має еволюціонувати в новітню особливість інноваційних фінансових інструментів: управління ризиками в реальній економіці з прогностично помірними прибутками в довгострокових проектах як один із механізмів подолання кризових явищ в економіці країн світу.

Фінансові потрясіння 2007–2008 рр. засвідчили спекулятивний характер *CDS* та *ABS*, які на той час стали реальною «крадіжкою» фінансових ресурсів з майбутніх років. Так звані «мильні бульбашки», що утворилися внаслідок неконтрольованого обігу новітніх фінансових інструментів на фінансових ринках, призвели до непоправних наслідків у вигляді банкрутств багатьох, навіть успішних компаній, зниження ресурсів державних бюджетів країн світу, погіршення добробуту громадян як суб'єктів економіки.

Зменшити спекулятивну складову можна через: 1) проведення ретельної селекції позичальників: належна перевірка кожного на платоспроможність та чистоту кредитної історії; 2) виключення за диверсифікації портфеля «гнилих» ризиків і наповнення його найменш ризиковими елементарними активами; 3) посилення контролю за діяльністю всіх учасників сек'юритизації, забезпечення прозорості обліку та звітності.

Контрольні запитання

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 являє 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 чому відмінності опціону Call і опціону Put?
16. Назвіть провідні підходи до трактування фінансового інжинірингу.
17. За якими напрямками можна розмежувати фінансовий інжиніринг?
18. Що є необхідною та додатковою умовою фінансового інжинірингу?
19. Чим відрізняється гібридний фінансовий інструмент від структурованого?
20. Назвіть ключові характеристики інноваційних фінансових інструментів.

Тести

1. Який з перерахованих видів опціону дає покупцю право на продаж через визначений час за обумовленою ціною певного активу:

- a) *PUT;*
- б) *CALL;*
- в) *EDS;*
- г) *CDS.*

2. До похідних фінансових інструментів належать:

- a) *акції;*
- б) *облігації;*
- в) *опціони;*
- г) *векселі.*

3. Угода поза біржею між двома сторонами про майбутню поставку предмета контракту за наперед обумовленою ціною – це...

- а) опціон;
- б) ф'ючерс;
- в) форвард;
- г) варант.

4. Чим відрізняються між собою форвардні та ф'ючерсні контракти:

- а) форвардні контракти передбачають реальну поставку активу, а ф'ючерсні – ні;
- б) ф'ючерсні контракти стандартизує біржа, а умови форвардного контракту погоджуються сторонами цього контракту;
- в) розрахунки за ф'ючерсним контрактом здійснюються у кінці строку його дії, за форвардним – щодня;
- г) сторонами форвардного контракту виступають знеособлені партнери, а ф'ючерсного – два визначені контрагенти.

5. Цінний папір, що випускається емітентом разом з власними привілейованими акціями чи облігаціями та надає його власникові право на придбання простих акцій даного емітента протягом певного періоду на заздалегідь узгоджених умовах, – це...

- а) опціон;
- б) ф'ючерс;
- в) варант;
- г) облігація.

6. Біржовий дериватив, який засвідчує зобов'язання купити (продати) базовий актив за стандартизованими вимогами та ціною, що зафіксована на момент укладання угоди:

- а) опціон;
- б) ф'ючерс;
- в) форвард;
- г) варант.

7. Якщо учасник уклав угоду на постачання певного активу в майбутньому за встановленою ціною, то він:

- а) відкрив довгу позицію;
- б) відкрив коротку позицію;
- в) застрахувався від зростання цін у майбутньому;
- г) купив опціон *Call*.

8. Якщо особа бажає здійснити реальну угоду з постачання активу в майбутньому, їй найдоцільніше укласти...

- а) форвардний контракт;
- б) ф'ючерсний контракт;
- в) опціонну угоду;
- г) варрант.

9. Особа, яка уклала ф'ючерсний контракт з метою страхування від негативної для неї зміни цін, є:

- а) інвестором;
- б) хеджером;
- в) спекулянтом;
- г) арбітражером.

10. Гібридність фінансових інструментів полягає у комбінації фінансових інструментів:

- а) елементарних;
- б) елементарних і похідних;
- в) похідних;
- г) усі відповіді правильні.

Завдання

1. Компанія має намір через три місяці продати на ринку 400 т цукру. Бажаючи уникнути цінового ризику, що пов'язаний зі зміною ціни на цукор через три місяці, вона проводить хеджування ф'ючерсами. Початкова ціна цукру на ринку (ціна спот) становить $C_{C1} = 300$, а ф'ючерсна – 305 дол./т. Обсяг базового активу (цукру) у ф'ючерсному контракті стандартний і дорівнює 50 т:

а) яке хеджування (довге чи коротке) у цьому випадку проводиться і в чому його суть?

б) якою повинна бути ф'ючерсна ціна цукру Φ_2 на дату поставки у разі ідеального хеджування, якщо ціна спот на дату поставки становить $C_{C2} = 296$ дол. /т?

в) якою повинна бути ф'ючерсна ціна цукру Φ_2 на дату поставки у разі неідеального хеджування, якщо ціна спот на дату поставки становить $C_{C2} = 296$ дол. /т і виграш у результаті хеджування дорівнює 400 дол.?

г) навести приклад ціни спот C_{C2} та ф'ючерсної ціни Φ_2 , за яких мало б місце неідеальне хеджування і виграш на ринку спот частково нейтралізувався програшем на ф'ючерсному ринку;

д) навести приклад ціни спот C_{C2} та ф'ючерсної ціни Φ_2 , за яких мало б місце неідеальне хеджування і за втрат на ринку спот компанія отримала б вигоду в результаті хеджування.

2. Фірма, яка має намір купити на ринку через місяць 2 000 унцій металу X , хоче прохеджувати свою позицію за допомогою ф'ючерсних контрактів. Оскільки ф'ючерси на метал X на біржі відсутні, фірма приймає рішення використати ф'ючерси на золото, оскільки співвідношення цін q ($q =$ ціна золота : ціна металу X) останнім часом практично стало і дорівнює в даний момент 2. Обсяг золота в одному ф'ючерсному контракті – 100 унцій. На початок хеджування ціна спот золота становить $C_{C1} = 360$ дол. / унція, ціна спот металу X $C_{C1X} = 180$, ф'ючерсна ціна золота $\Phi_1 = 400$ дол. / унція:

а) яке хеджування (довге чи коротке) в цьому випадку проводиться і в чому воно полягає?

б) навести приклад ціни спот металу X C_{C2X} і ф'ючерсної ціни золота Φ_2 , при яких мало б місце ідеальне хеджування, якщо ціна спот золота $C_{C2} = 370$ дол. / унція;

в) навести приклад ціни спот металу X C_{C2X} і ф'ючерсної ціни золота Φ_2 , при яких мав би місце базисний ризик, якщо ціна спот золота $C_{C2} = 360$ дол. / унція;

г) навести приклад ціни спот металу X C_{C2X} і ф'ючерсної ціни золота Φ_2 , при яких мали б місце базисний та крос-хеджинг ризику, а результат хеджування був би додатним (ціна спот золота $C_{C2} = 360$ дол. / унція).

3. Інвестор має намір придбати через місяць актив А. Очікуючи зростання цін на нього, він проводить хеджування ф'ючерсними та опціонними контрактами.

Розробити стратегії хеджування опціонними та ф'ючерсними контрактами.

Порівняти результати хеджування, якщо на початок періоду ціна спот активу А становила 100 дол., ф'ючерсна ціна активу – 105, страйкова ціна активу, зафіксована в опціонному контракті, – 104, премія, сплачена продавцю опціону, – 5 дол.

На кінець періоду (через місяць) ф'ючерсна ціна становить 109 дол., ціна спот активу дорівнює: а) 103 дол.; б) 110 дол.

4. Розробити стратегію хеджування опціонними контрактами для учасника ринку, який має намір через 3 міс. продати на ринку актив А і очікує падіння цін на нього. Визначити вигоди/втрати від проведення операції, якщо страйкова ціна активу А становить 100, премія – 5 дол. Дата виконання – через 3 міс. Ціна спот на дату виконання становить: а) 93 дол.; б) 103 дол.

Список рекомендованих джерел

1. Абакуменко О. В. Фінансові інновації на ринку цінних паперів / О. В. Абакуменко // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 12 (66). – С. 17–22.

2. Абасова К. Валютні деривативи в Україні : стан та перспективи [Електронний ресурс] / К. Абасова // Вісник НБУ. – 2014. – Режим доступу : [file:///C:/Users/Olena/Downloads/Vnbu_2014_9_5%20\(7\).pdf](file:///C:/Users/Olena/Downloads/Vnbu_2014_9_5%20(7).pdf).

3. Боди З. Принципы инвестиций / З. Боди, А. Кейн, Дж. Маркус. – 4-е изд., перераб и доп. – М.: Вильямс, 2002. – 982 с.

4. Буренин А. Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные / А. Н. Буренин. – М.: ООО «НТО», 2005. – 534 с.

5. Дегтярева О. И. Биржевое дело: учеб. для вузов / О. И. Дегтярева; рец. Л. В. Сабельников. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – 679 с.

6. Єгоричева С. Б. Банківські інновації: навч. посіб. / С. Б. Єгоричева. – Київ : Центр учбової літератури, 2010. – 206 с.

7. Князь С. В. Сучасний стан та проблеми функціонування ринку деривативів в Україні / С. В. Князь, Г. Й. Лучко // Актуальні проблеми економіки. – 2015. – № 6. – С. 347–354.

8. Коваленко Ю. М. Вплив фінансової інженерії на глобальну фінансову кризу / Ю. М. Коваленко // Ринок цінних паперів України. – 2010. – № 1–2. – С. 57–62.

9. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: [монографія] / Коваленко Ю. М. – Ірпінь, 2013. – 608 с.

10. Коваленко Ю. М. Фінансові інструменти в сучасному вимірі / Ю. М. Коваленко // Науковий вісник Національного університету державної податкової служби України (економіка, право). – 2010. – № 2 (49). – С. 84–90.

11. Кострач Л. М. Застосування опціонних контрактів як похідних фінансових інструментів [Електронний ресурс] / Л. М. Кострач // Збірник наукових праць НУДПСУ. – 2010. – Вип. 2. – Режим доступу : http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?Z21ID=&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&S21STN=1&S21REF=10&S21FMT=juu_all&C21COM=S&S21CNR=20&S21P01=0&S21P02=0&S21P03=PREF=&S21COLORTERMS=0&S21STR=znpnudps.

12. Маршалл Д. Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: пер. с англ. / Д. Ф. Маршалл, В. К. Бансал. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с.

13. П (С) БО 13 «Фінансові інструменти» : Наказ Міністерства фінансів України : від 30.11.2001 № 559 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1050-01>.

14. Пересада А. А. Портфельне інвестування : навч. посіб. / [А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева]. – К. : КНЕУ, 2004. – 408 с.

15. Підвисоцький Я. В. Інноваційна складова сучасних міжнародних фінансових інструментів [Електронний ресурс] / Я. В. Підвисоцький // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 4 (118). – Режим доступу : <http://www.stationline.org.ua/ekonom/34/2402->

innovacijna-skladova-suchasnix-mizhnarodnix-finansovix-instrumentiv.html.

16. Податковий кодекс України: від 02.12.2010 № 2755-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17/ed20120423>.

17. Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів : Постанова Кабінету Міністрів України : від 19.04.1999 № 632 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/632-99-%D0%BF>.

18. Полтораднева И. Л. Финансовый инжиниринг инновационных финансовых инструментов в условиях нарастающей нестабильности на финансовых рынках: мировой и российский опыт: монография / И. Л. Полтораднева. – Йошкар-ола, Коллоквиум, 2013. – 132 с.

19. Примостка Л. О. Фінансові деривативи : аналітичні та облікові аспекти : [монографія] / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с.

20. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України : від 23.02.2006 № 3480-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.

21. Смагін В. Л. Сучасні тенденції функціонування ринку похідних цінних паперів / В. Л. Смагін, Т. В. Майорова // Стратегія розвитку України. Економіка, соціологія, право : наук. журн. – Київ : НАУ, 2012. – № 1. – С. 233–240.

22. Finnerty J. D. Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview / J. D. Finnerty // Financial Management. – 1988. – Winter. – P. 14–33.

23. Miller Merton H. Financial Innovations and Market Volatility / Miller Merton H. – Cambridge: MA, 1991. – 346 p.

24. Zopounidis C. Handbook of Financial Engineering / Zopounidis C., Doumpos M., Pardalos P. M. – Springer Science+Business Media, LLC, 2008. – 450 p.

РОЗДІЛ 8

ІНСТРУМЕНТИ ІПОТЕЧНОГО РИНКУ

8.1. Іпотечний ринок: сутність, передумови створення та функції.

8.2. Організація первинного та вторинного ринку іпотечно-го кредитування.

8.3. Іпотечні цінні папери первинного ринку.

8.4. Інструменти рефінансування довгострокових іпотечних кредитів.

8.5. Процес сек'юритизації іпотечних кредитів.

8.1. Іпотечний ринок: сутність, передумови створення та розвитку

Усі операції щодо реалізації предмета іпотеки реалізуються на іпотечному ринку, важлива роль якого у економічному розвитку країни відзначається постійно. У вітчизняній та зарубіжній літературі можна виділити чотири підходи щодо сутності іпотечного ринку: 1) ринок іпотечних кредитів; 2) сегмент ринку позичкового капіталу, на якому відбувається перерозподіл цього капіталу, забезпеченого заставою нерухомого майна; 3) сегмент ринку цінних паперів, на якому здійснюється купівля-продаж іпотечних облігацій; 4) самовідтворювальна фінансова система, що забезпечує оборот фінансових ресурсів для іпотечних операцій. Головною причиною багатоваріантності у розумінні сутності іпотечного ринку є те, що він є динамічним явищем, на яке впливають відповідні економічні та фінансові процеси на світових ринках, а тому його розвиток має велику кількість аналогій у світовій практиці.

Іпотечний ринок – це система економіко-правових відносин, що виникають між економічними суб'єктами на взаємопов'язаних фінансовому ринку та ринку нерухомості з приводу акумулювання вільних грошових ресурсів, їх розміщення у формі іпотечних кредитів та рефінансування іпотечних активів з метою реалізації цілей інвестиційної діяльності.

Відповідно до Закону України «Про іпотеку» від 05.06.2003 № 898-IV **іпотека** – вид забезпечення виконання зобов’язання нерухомим майном, що залишається у володінні і користуванні іпотекодавця, згідно з яким іпотекодержатель має право в разі невиконання боржником забезпеченого іпотекою зобов’язання одержати задоволення своїх вимог за рахунок предмета іпотеки переважно перед іншими кредиторами цього боржника у порядку.

Нерухоме майно (нерухомість) – земельні ділянки, а також об’єкти, розташовані на земельній ділянці і невід’ємно пов’язані з нею, переміщення яких є неможливим без їх знецінення та зміни їх призначення.

Іпотекодавець – особа, яка передає в іпотеку нерухоме майно для забезпечення виконання власного зобов’язання або зобов’язання іншої особи перед іпотекодержателем. Іпотекодавцем може бути боржник або майновий поручитель. **Іпотекодержатель** – кредитор за основним зобов’язанням. **Боржник** – іпотекодавець або інша особа, відповідальна перед іпотекодержателем за виконання основного зобов’язання. **Майновий поручитель** – особа, яка передає в іпотеку нерухоме майно для забезпечення виконання зобов’язання іншої особи-боржника.

Предметом іпотеки можуть бути один або декілька об’єктів нерухомого майна за таких умов:

- нерухоме майно належить іпотекодавцю на праві власності або на праві господарського відання, якщо іпотекодавцем є державне або комунальне підприємство, установа чи організація;
- нерухоме майно може бути відчужене іпотекодавцем і на нього, відповідно до законодавства, може бути звернене стягнення;
- нерухоме майно зареєстроване у встановленому законом порядку як окремий виділений у натурі об’єкт права власності.

Економічні відносини, що виникають у процесі купівлі та продажу забезпечених нерухомістю фінансових зобов’язань, реалізуються через основних суб’єктів іпотеки та суб’єктів, які забезпечують її функціонування (рис. 8.1)

Іпотечна агенція діє на вторинному ринку. Вона купує у банку заставні й випускає цінні папери, які забезпечені іпотечними кредитами. Кошти від продажу цінних паперів йдуть на

надання нових кредитів, таким чином створюється система рефінансування іпотечних кредитів. Завданнями агенції є: 1) викуп у кредиторів заставних або прав вимоги за іпотечними кредитами; 2) формування первинних іпотечних активів; 3) емісія та розміщення цінних паперів на фінансових ринках. Забезпеченням емісійних цінних паперів є сформовані спеціальним чином пули заставних або іпотечних кредитів.



Рис. 8.1. Суб'єкти іпотечного ринку

Інвестори – покупці іпотечних цінних паперів, переважно інституційні інвестори.

Страхові компанії виконують функції щодо зниження ризиків для інвесторів і кредиторів шляхом здійснення страхування: 1) ризику пошкодження або знищення предмета іпотеки (об'єкта нерухомого майна); 2) життя та здоров'я позичальника; 3) ризику

втрати права власності або обмеження права власності на об'єкт застави.

Оцінювачі нерухомості визначають ринкову та ліквідаційну вартість об'єктів нерухомості, які є предметом застави.

Ріелторська компанія – професійний посередник на ринку нерухомості, який надає послуги щодо пошуку об'єктів, оформлення договорів та підготовки пакета документів, необхідних для подання в банк для отримання іпотечного кредиту.

Державний реєстратор – орган державної реєстрації прав на нерухоме майно. До його функцій належать – реєстрація угод купівлі-продажу, оформлення переходу прав власності, реєстрація договорів іпотеки.

Нотаріус – згідно з українським законодавством договір застави прав власності на нерухоме майно та договір купівлі-продажу підлягають обов'язковому нотаріальному посвідченню. За невиконання цієї умови вважається недійсним.

Паспортні служби – реєструють громадян за місцем проживання, що є обов'язковою умовою при одержанні кредиту.

Органи опіки та піклування – забезпечують захист прав неповнолітніх при укладанні угод з нерухомістю.

Основною передумовою розвитку іпотечного ринку є ефективно функціонування ринку нерухомого майна, грошово-кредитного ринку, а також ринку страхових (страхування предмета іпотеки є обов'язковим) і допоміжних послуг (послуги з оцінки майна). Останнім досить часто не приділяється належна увага, хоча правильна оцінка предмета іпотеки має вагомий вплив на ефективність функціонування іпотечного ринку, адже специфікою такого кредиту є те, що його сума визначається у вигляді частки вартості застави. Отже, до суб'єктів господарювання, які визначають вартість нерухомості, висуваються суворі вимоги: важливо не лише визначити вартість майна, а й врахувати тривалий термін кредитування та можливість потенційного знецінення предмета застави з часом.

Умови розвитку іпотечного ринку:

1. **Політичні чинники:** загальна стабільність суспільної системи; передбачуваність або непередбачуваність політичних режимів;

вірогідність зовнішньої загрози воєнної чи економічної експансії інших держав; можливість експропріаційних заходів з боку держави тощо.

Нестабільність та непередбачуваність політичної ситуації стримує розвиток іпотечного кредитування. Водночас його успішному розвитку суттєво сприяє запровадження державою системи протекціоністських заходів, таких як надання цільових кредитних ресурсів, державних гарантій у забезпечення іпотечних кредитів і позик, що здійснюються під час емісії цінних паперів для вторинного ринку, а також різноманітних форм адресної підтримки конкретних громадян, що отримують іпотечні кредити на будівництво житла чи розвиток бізнесу. Розвитку іпотечного ринку також сприяє вступ державних організацій до міжнародних.

2. Правові чинники: загальний стан правового середовища суспільства, його здатність захищати відносини власності, зокрема на об'єкти нерухомості. Велику роль відіграє забезпечення законних способів накладення стягнення і відчуження майна, що є об'єктом застави. До цієї групи чинників слід віднести також наявність чіткої системи реєстрації нерухомості, застави та інших обтяжень на нерухоме майно. Успішному розвитку іпотеки сприяє виділення блоку законів і постанов, які регламентують зміст і порядок здійснення іпотечних операцій їх учасниками.

3. Економічні чинники: загальний розвиток фінансової системи та ринку цінних паперів в країні; стійкість валюти та рівень інфляції; платоспроможність населення; розвиток системи страхування ризиків, що пов'язані з іпотекою;

4. Чинники, що пов'язані зі страхуванням: страхування об'єктів нерухомості, життя позичальників та наданих кредитів; титульне страхування; страхування ліквідності й дохідності іпотечних цінних паперів.

Свою роль та своє призначення у суспільстві іпотечний ринок виконує через відповідні *функції*. Серед *цільових* фахівці виділяють функцію:

– мобілізуючу – залучення заощаджень і грошових коштів, вивільнених у процесі кругообігу промислового і торгового капіталів та таких, що перебувають у формі резервів;

– трансформаційну – перетворення залученого грошового капіталу в іпотечний шляхом надання позик суб'єктам суспільного відтворення на тривалий період під заставу нерухомості;

– інвестиційну – вкладення позичених коштів в об'єкти ринку нерухомості.

Виділяються також і *специфічну функцію*, що полягає в акумулюванні грошових ресурсів, наступному розміщенні та зворотному перерозподілі іпотечного капіталу.

Найістотніші економічні функції іпотечного ринку: 1) налагодження зв'язків між продавцями й покупцями, завдяки чому на взаємовигідній основі враховуються їхні інтереси; 2) об'єднання місцевостей, міст та регіонів у єдиний економічний простір; 3) створення системи прямих і зворотних зв'язків між учасниками ринку; 4) сприяння оптимальному розподілу ресурсів; 5) забезпечення інформацією учасників ринку.

Розуміння сутності та функцій іпотечного ринку пройшло еволюційний розвиток, оскільки історичні умови й чинники також впливають на організацію та розвиток системи іпотечного кредитування. Особливу роль при цьому відіграють традиції накопичення коштів, а також ставлення до кредиту домогосподарств. Різноманітність усіх розглянутих чинників привела до формування десятків різновидів організації іпотечного кредитування у світі.

За наявності загальних підходів до процедур і технологій надання й обслуговування іпотечних кредитів існує ряд особливостей, що пов'язані зі специфікою розвитку законодавства, організацією фінансової системи, способами залучення ресурсів у сферу житлової іпотеки, національними традиціями та історією розвитку цього сектору економіки.

Так, у США на етапі становлення сучасної іпотечної системи (30–60-ті рр. ХХ ст.) держава не тільки сформувала законодавчі основи функціонування системи, але й безпосередньо створила спеціалізовані інститути вторинного іпотечного ринку, такі як *Fannie Mae (Federal Home Loan Mortgage Association)*, а згодом, у 1968 р. – *Ginnie Mae (Government National Mortgage Association)*. Остання стала урядовою агенцією при Міністерстві житлового

будівництва та міського розвитку (*Department of Housing and Urban Development*). За Статутом, корпорація може придбавати тільки житлові іпотеки. Їй належить чверть усіх заставних у США. Подібні функції виконує ще одна квазідержавна корпорація – Федеральна корпорація іпотечного кредитування *Freddie Mac* (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*), яка була створена Конгресом США у 1979 р. з метою рефінансування іпотечних кредитів. Враховуючи наслідки світової фінансової кризи, 7 вересня 2008 р. найбільші американські іпотечні агентства *Fannie Mae* і *Freddie Mac* було взято під контроль державного Федерального агентства з фінансування житлового будівництва (*Federal Housing Finance Agency, FHFA*). Структура та організація системи іпотечного кредитування у США постійно розвивається та ускладнюється, включаючи все більшу кількість учасників, спеціалізованих компаній, інвестиційних і фінансових інститутів, які активно взаємодіють на двох рівнях (рис. 8.2).

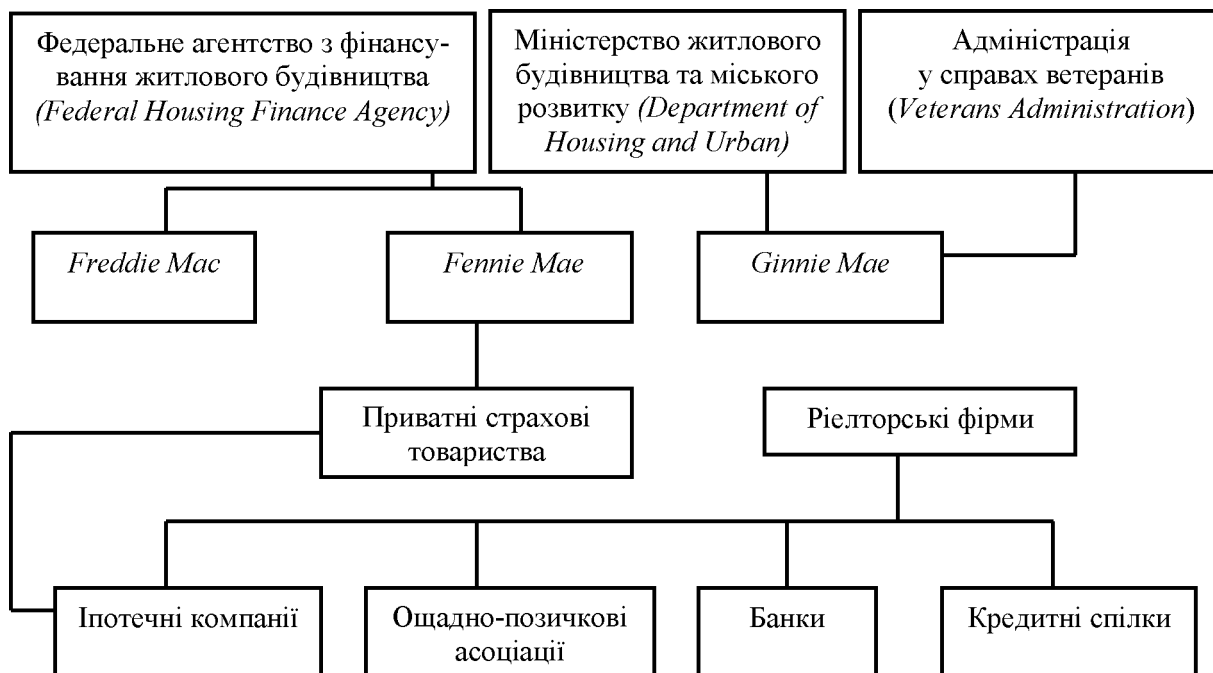


Рис. 8.2. Структура ринку іпотечних кредитів у США

Основними видами іпотечних кредитів у США є такі:

1. *Гарантовані спеціалізованими державними організаціями (FHA/VA mortgages)* – Федеральною адміністрацією житла (*Federal Housing Administration*) та Адміністрацією у справах ветеранів

(*Veteran Administration*). Перша організація надає іпотечні кредити позичальникам з низькими доходами, друга – дійсним або колишнім військовослужбовцям. Під час контрактної служби військовослужбовці, як правило, отримують субсидії для сплати оренди житла. Такий вид іпотеки відрізняється відсутністю вимог до рівня доходів, а державні організації повністю покривають ризики іпотечного кредиту.

2. *Підтверджені іпотечні кредити (confirming mortgages)* – кредити першокласним позичальникам, які відповідають вимогам двох так званих «спонсорованих державою агентств» (*government sponsored agencies, GSE*) – *Fannie Mae* та *Freddie Mac*. Вони мають чіткі вимоги до позичальників та кредитної документації, ліміт ціни на будинки за рахунок кредиту для всіх географічних зон. Фактично вони викупають пули (пакети) вимог за банківськими кредитами за стандартами цих агентств через емісії та розміщення на фінансових ринках власних цінних паперів. Останні мають високу інвестиційну привабливість, оскільки їх ризики порівняно невеликі – пули іпотечних кредитів, що відповідають високим вимогам, додатково гарантуються державою. Перший та другий вид іпотечних кредитів разом називають агентськими кредитами в силу участі в процесі кредитування та гарантування державних агентств. Вони також називаються першокласними «А» іпотечними кредитами (*prime or «A» mortgages*).

3. *Джумбо-кредити (jumbo mortgages)* – надаються першокласним позичальникам на суму, що перевищує встановлені державними агентствами ліміти. Позичальники за такими кредитами є найбільш платоспроможними та обізнаними, тому процес надання кредитів та їх обслуговування є більш ефективним.

4. *Кредитні лінії, що забезпечені активами будинку (equity lines, HEL)* – вид кредитів, забезпечених активами будинку, що визначаються як різниця між ринковою вартістю будинку та залишком зобов'язань за іпотечним кредитом (залишок погашення основної суми та відсотків). Такі кредитні лінії використовуються для рефінансування іпотечних кредитів.

5. *Іпотечні кредити типу «Alt-A» (Alt-A mortgages)* – кредити для позичальників з гарною кредитною історією, але зі значним перевищенням лімітів вартості та інших показників, навіть порівняно з джумбо-кредитами. Такі кредити також застосовуються у випадках забезпечення іншою нерухомістю або активами з непідтвердженою вартістю. У процесі сек'юритизації вони вважаються більш ризикованими, ніж першокласні, відповідно забезпечені такими кредитами цінні папери є більш дохідними.

6. *Субосновні іпотечні кредити (subprime mortgage loans)* – надаються позичальникам з проблемною кредитною історією або тим, хто надає недостатню документацію про доходи чи активи – відповідно кредити типу *B* чи *C* (*B or C loans*). Вони вважаються найбільш ризикованими, але в процесі сек'юритизації такі кредити становлять частину більш дохідних цінних паперів.

7. *Кредити зі змінною відсотковою ставкою ARM (adjustable rate mortgages – ARM mortgages)* – за якими відсоткова ставка змінюється відповідно до зміни базових ринкових ставок за кредитами.

У цілому великі масштаби розвитку ринку житлових іпотечних кредитів у США обумовлені наявністю:

- розвиненого ринку цінних паперів та ефективно працюючої фінансової системи, що забезпечують довгострокові житлові іпотечні кредити;

- відповідних державних організацій, які займаються розробкою урядових програм, що спрямовані на підвищення доступності кредитів для певних верств населення з невеликими доходами (наприклад, для сімей, які вперше купують будинок, з середніми та нижче середніх доходами, ветеранів, расових та етнічних груп тощо), а також державного страхування кредитного ризику за такими програмами;

- трьох найбільших операторів вторинного ринку іпотечних кредитів – *Fannie Mae*, *Ginnie Mae* та *Freddie Mac*, які налагодили ефективну систему рефінансування кредитних інститутів для надання довгострокових житлових кредитів на підставі залучення коштів від приватних інвесторів за рахунок емісії іпотечних цінних паперів (*MBS*);

– державної та приватної систем страхування кредитних ризиків, що дозволяють знизити ці ризики для кредитних організацій;

– ефективно працюючої інформаційної системи, яка дозволяє оперативно отримати достовірну та повну інформацію про кредитні історії позичальника, його кредитний скоринг, що суттєво скорочує час та витрати на андеррайтинг позичальника за отримання кредиту.

MBS, а також похідні фінансові інструменти за останні десятиріччя в США стали надзвичайно ліквідними фінансовими інструментами, що надають можливість залучати кошти від приватних інвесторів за найнижчими цінами та мінімальними операційними витратами порівняно з іншими моделями залучення ресурсів на ринок довгострокового житлового іпотечного кредитування. Перевага моделі залучення ресурсів з ринку капіталів на підставі емісії різних типів *MBS* полягає у можливості зняття з балансу банку іпотечних кредитів шляхом «продажу» їх інвестору чи оператору вторинного ринку або шляхом їх сек'юритизації та «обміну» позичкових активів на високоліквідні й високорейтингові *MBS* та в перенесенні більшості ризиків, які характерні для довгострокового житлового іпотечного кредитування, а саме кредитного, на емітента, а дострокового погашення – на інвестора, який володіє *MBS*.

Мінімізація витрат з випуску цінних паперів і сприятливий податковий режим досягаються за рахунок того, що, з правової точки зору, емітентом *MBS* є особливе юридичне формування – траст, операції, ризики та адміністративні витрати якого скорочені до мінімуму. Емітент *MBS* виконує досить обмежені функції (правові та фінансові) щодо утримання пулу іпотечних кредитів, випуску іпотечних цінних паперів та переведення грошових потоків, які отримує від позичальника, до інвесторів, за відрахуванням незначних сум, що пов'язані зі сплатою за обслуговування (як правило, 0,25 % річних від суми боргу), а також за гарантійними внесками на користь вищеназваних агентств (0,25 %).

Проводячи порівняльний аналіз обох моделей рефінансування – «європейської», що заснована на залученні коштів за допомогою іпотечних облігацій, та «американської», що характеризується продажем активів спеціалізованим операторам вторинного ринку, а також їх сек'юритизації з *MBS*, слід зазначити, що усі «за» та «проти» носять умовний характер. Багато в чому відмінності обумовлені різними правовими передумовами, а також традиціями та особливостями розвитку інститутів кредитування.

Іпотечне кредитування в європейських країнах відрізняється способами фінансування, що залежить від типу іпотечного кредитора. Найбільшим джерелом коштів для іпотечних кредитів у країнах Західної Європи є ресурси роздрібних депозитів. За оцінками Європейської іпотечної федерації, їх частка становить близько 62 % від загальної суми кредитів. Інші фінансові джерела житлової іпотеки – іпотечні облігації банків (19 %) та житлові ощадні рахунки (5 %), *MBS* складає 1 %, інші джерела – 13 % .

Головною тенденцією розвитку іпотечного кредитування в різних західноєвропейських країнах є високий ступінь інтеграції цього процесу у рамках європейського ринку. Для деяких з них характерні зняття обмежень для іпотечної діяльності, зміна природи фінансових інститутів, які надають іпотечні кредити. Так, у Великобританії більшість будівельних товариств було перетворено на банки, в Італії скасовано принцип спеціалізації, через що всі іпотечні банки було перетворено на універсальні банки.

Головний принцип контролю за діяльністю іпотечних інститутів ЄС став такий: кредитори можуть вільно здійснювати іпотечну діяльність у будь-якій європейській країні, але їхня діяльність повинна регулюватися національними регуляторами. Введення у 2002 р. євро дозволило елімінувати валютні ризики, скоротити трансакційні витрати, підвищити прозорість ціноутворення на кредити, скоротити відсотковий ризик завдяки координації економічної політики. Крім того, єдина валюта спри-

яла формуванню ринку облігацій, що номіновані в євро, який став більш стабільним порівняно з попередніми національними ринками. Отже, створено сприятливі умови для розвитку таких довгострокових інструментів, як іпотечні облігації та *MBS*. Створено передумови для сек'юритизації та залучення в іпотеку ресурсів як інституційних, так і приватних інвесторів.

У країнах Європи розрізняють типи кредитних продуктів, строки кредитування, типи відсоткових ставок, коефіцієнт іпотечної заборгованості (*Loan-To-Value Ratio, LTV*).

Коефіцієнт іпотечної заборгованості (далі – *LTV*) – один з коефіцієнтів оцінки кредитного ризику, який визначають фінансові установи та інші кредитори перед ухваленням іпотеки. Як правило, високе значення *LTV* свідчить про високий ризик: якщо іпотеку буде схвалено, то відсоткова ставка за кредитом буде більшою, і, крім того, позичальник має купити іпотечну страховку.

LTV розраховується так:

$$\text{Loan-To-Value Ratio} = \frac{\text{Mortgage Amount}}{\text{Appraised Value of the Property}}, \quad (8.1)$$

де *Mortgage Amount* – сума іпотеки; *Appraised Value of the Property* – оціночна вартість майна.

Існують різноманітні підходи до регулювання прав споживачів, що впливають на кредитні продукти. *LTV* варіюється від 80 % у Данії та Швеції до 43–54 % – у Греції та Австрії. Типи кредитів та умови їх надання також розрізняються за кредитними організаціями, що їх надають (іпотечні банки, будівельні товариства, будошадкаси, ощадні банки, універсальні банки тощо).

Прийняті в європейських країнах строки кредитування становлять від 10 до 30 років, часто – близько 15 років. Кредити зі строком до 30 років застосовуються в таких країнах, як Німеччина, Данія, Австрія, Швеція, Нідерланди. Щодо відсоткової ставки, то у Великобританії використовується переважно змінна ставка, в Данії та Франції – змінна та фіксована, у Німеччині та Іспанії – фіксована ставка. Відмінності іпотечних кредитних продуктів у європейських країнах наведено у табл. 8.1.

Таблиця 8.1

Сума кредиту, строк та *LTV* у європейських країнах

Країна	Іпотечний кредит, євро	Строк, років	<i>LTV</i> середній, %	<i>LTV</i> максимальний, %
Данія	107 000	30	80	80
Німеччина	174 000	25-30	67	100
Греція	35 000	15	43	
Іспанія	67 500	15	75	80
Франція	80 000	15	67	
Ірландія	92 000	20	61	95
Італія	62 000	10	50	80
Нідерланди	122 000	30	72	125
Австрія	105 000	25-30	54	100
Швеція	136 000	до 30	80	100
Великобританія	105 000	25	70	100
Норвегія	108 000	до 30	70	80

8.2. Організація первинного та вторинного ринку іпотечного кредитування

Виділяється два сегменти іпотечного ринку – первинний та вторинний. **Первинний ринок** характеризується взаємодією позичальника та банку (іпотечного кредитного інституту), а його інструментами є саме іпотечні кредити (рис. 8.3).

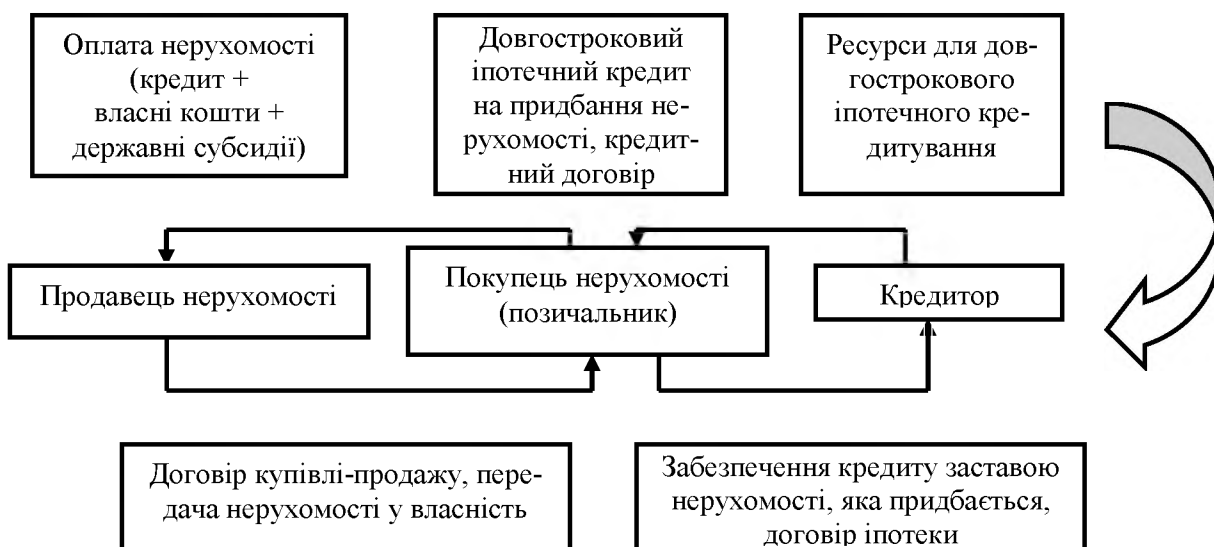


Рис. 8.3. Організація первинного ринку іпотечного кредитування

Отже, він являє собою сукупність відносин, що виникають при видачі та обслуговуванні кредитів, забезпечених нерухомим майном. До цих відносин належать не лише кредитні відносини між кредитором та позичальником, а й економічні відносини щодо оцінки предмета іпотеки та його страхування, оскільки вони також впливають на ефективність іпотечного кредитування, адже від цього залежить: 1) сума кредиту, яку отримає позичальник, та можливість іпотекодержателя задовольнити свої вимоги за рахунок предмета іпотеки у разі невиконання боржником своїх зобов'язань; 2) задоволення вимог кредитора у разі знищення або псування нерухомого майна. Крім того, якщо позичальник здійснює також страхування власних життя та працездатності, то банк отримує додаткову гарантію задоволення власних вимог.

Вторинний ринок, інструментами якого є цінні папери, що забезпечені іпотечними кредитами (заставними), сприяє залученню ресурсів для кредитування та характеризується взаємодією позичальників, кредиторів, посередників та інвесторів, тобто відбувається продаж уже наданих кредитів кінцевим інвесторам (рис. 8.4).

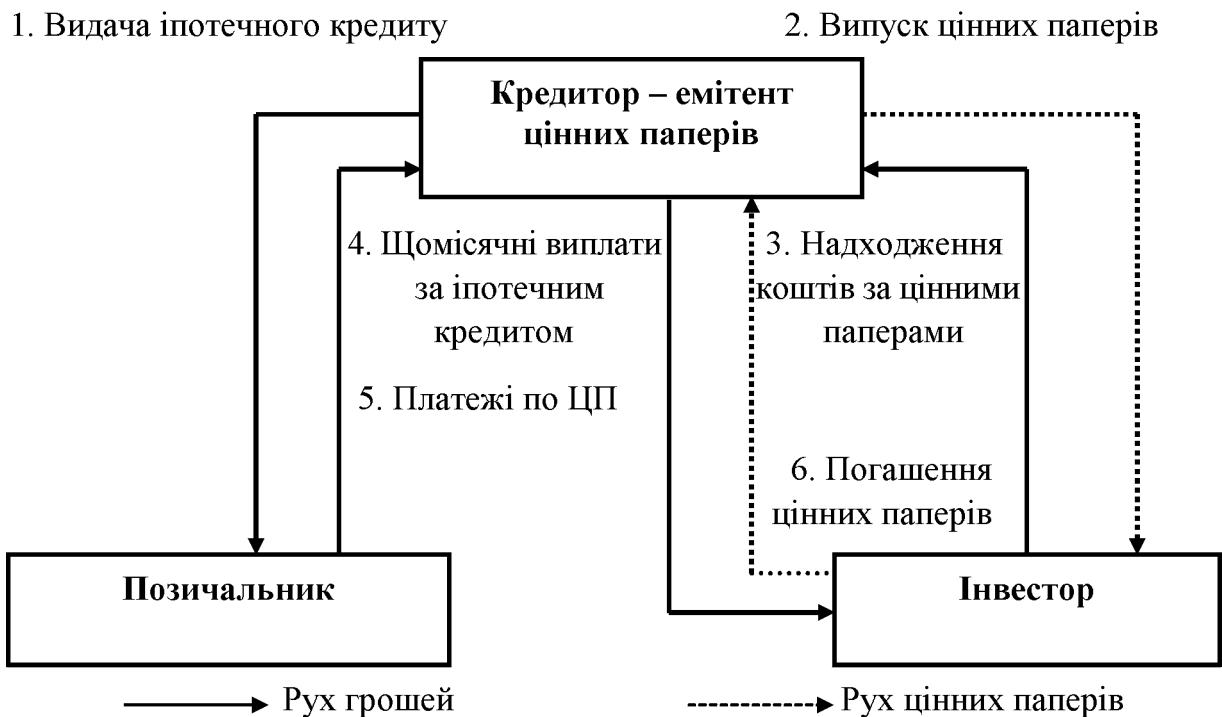


Рис. 8.4. Організація вторинного ринку іпотечного кредитування (без посередника)

За цим способом залучення ресурсів первинний кредитор може рефінансувати видані кредити шляхом їх безпосереднього продажу інвестору чи спеціалізованому інституту вторинного ринку, або через обмін об'єднаних у пули кредитів на іпотечні цінні папери, що випущені спеціалізованим емітентом. Найважливішою передумовою становлення моделі цього типу є стандартизація вимог щодо процедур видачі та обслуговування кредитів. Така схема можлива за участі посередника, роль якого відіграє іпотечна установа другого рівня (рис. 8.5).

Здійснення операцій на первинному іпотечному ринку відбувається через використання ряду інструментів.

1. *Кредити зі стандартним ануїтетним (самоамортизованим) іпотечним платежем (fixed-rate, level-payment, fully-amortized mortgage)*, що стали першим і найрозповсюдженішим у світі видом іпотечних позик (до початку 90-х рр. XX ст.). Графік платежів побудований таким чином, що позичальник протягом усього терміну позики щомісяця виплачує рівну суму, яка залежить від терміну кредитування, відсоткової ставки, кількості платіжних періодів і розраховується за формулою:

$$\Pi = \frac{Sk \times i}{1 - (1+i)^{-n}} \quad (8.2)$$

де Π – розмір щомісячного ануїтетного платежу за кредитом, що включає платежі за основним боргом та відсотки; Sk – сума кредиту; n – кількість платіжних періодів (місяців за щомісячного погашення); i – відсоткова ставка за відповідний період (на місяць).

Перші роки більшу частину боргу становлять відсотки, оскільки сума боргу ще дуже велика. Поступово їх частка знижується, оскільки відсотки нараховуються на залишок невиплаченої суми за кредитом.

Іпотечні кредити з постійними ануїтетними платежами є *стандартними, традиційними, базисними*. На основі такого інструменту побудовано безліч іпотечних технологій, зокрема іпотечні кредити зі збільшуваними платежами, індексацією боргу тощо.

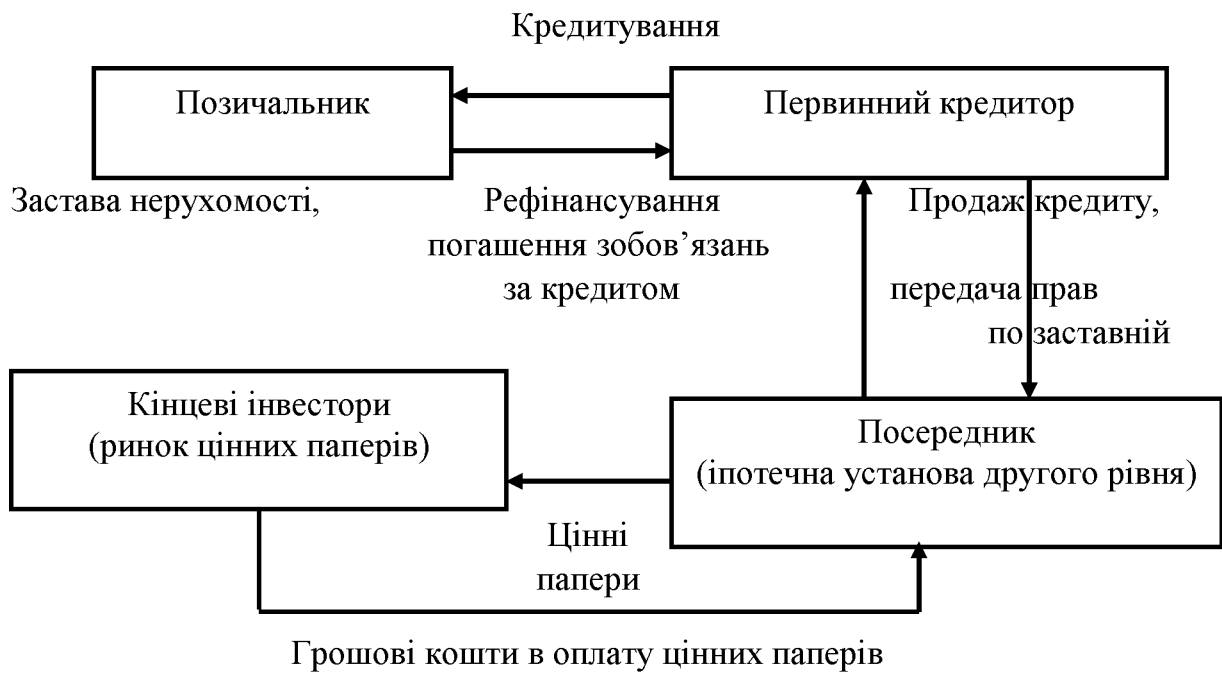


Рис. 8.5. Схема вторинного ринку іпотечного кредитування (за участі посередника)

2. *Кредити з фіксованими виплатами основної суми боргу* (диференційований платіж, пружинна іпотека) – щомісячний платіж за таким видом іпотечного кредиту також розбивається на дві частини, одна з яких йде на погашення кредиту, а інша – на сплату нарахованих за місяць відсотків. При цьому частина, що йде на погашення основного боргу, залишається незмінною, а що йде на сплату відсотків – з кожним місяцем зменшується. Відповідно зменшується і загальний щомісячний платіж за кредитом, що знижує навантаження на позичальника.

3. *Кредити з «кульовими» платежами (balloon mortgage)* – платежі за кредитом передбачають великий підсумковий платіж за боргом. Можливий варіант розбивки разового платежу, коли підсумкова виплата здійснюється кількома великими платежами. Іпотечні кредити з «кульовим» платежем структуруються залежно від часу виплати відсотків: протягом кредитного періоду або в кінці терміну з основною сумою боргу. Крім того, щомісячний платіж може включати не тільки відсотки, а й частину платежу в рахунок основної суми боргу.

4. *Іпотечні кредити з наростаючими платежами*, що мають кілька різновидів, які можна розбити на дві групи з реалізацією

можливості: 1) знизити кредитне навантаження у початковій періоді кредитування. Протягом, наприклад, перших трьох років платежі залишаються низькими, проте після закінчення пільгового періоду вони досягають рівня, що дозволяє повністю амортизувати кредит; 2) швидше погасити кредит, зменшивши при цьому відсоткові виплати. Початковий платіж дорівнює ануїтетному платежу, але через певні періоди (наприклад, раз на три місяці) він збільшується відповідно до умов договору: або на певну величину (наприклад, на 3,5 % від щомісячного платежу), або на підставі зміни певного індексу.

5. *Іпотечні кредити з індексацією непогашеної суми боргу*, що дозволяють проводити погашення кредиту однаковими платежами в їх індексованій вартості за зміни номінальної величини. Непогашена сума боргу коригується на основі обраного індексу: споживчих цін, долара США, вартості споживчого кошика, мінімальної заробітної плати, інших фінансових індексів, що відображають динаміку інфляції. При цьому коригування залишку кредитного боргу може проводитися щомісяця, а коригування щомісячного платежу – щорічно, після чого відбувається перерахунок графіка платежів.

6. *Іпотечний кредит з подвійною індексацією*, що дозволяє рівномірніше розподілити ризики між позичальником і кредитором; він використовується для забезпечення доступності кредиту та його повернення. При цьому індексації підлягає не тільки непогашена сума боргу, а й щомісячні платежі, які можуть коригуватися відповідно до зміни обраного показника доходу, зокрема середньої величини заробітної плати. Якщо фінансовий індекс, що відображає динаміку інфляції, зростатиме швидше за індекс доходу, термін кредиту стає невизначеною величиною, і в деяких випадках, незважаючи на своєчасні платежі позичальника, його борг збільшуватиметься.

7. *Іпотечний кредит зі змінною відсотковою ставкою (adjustable rate mortgage, ARM, або variable rate mortgage, VRM)* – кредит з автоматично змінюваною кредитною ставкою, що відображає рух обраних і зафіксованих у договорі ставок фінансового ринку або інфляційних індексів. Спочатку ставка встановлюється

на нижчому рівні порівняно з фіксованими ставками за аналогічними кредитами. Згодом ставка змінюватиметься відповідно до базових ринкових ставок (ставки за короткостроковими кредитами); середньої ставки за житловими кредитами; ставки залучення фінансових коштів (ставки за державними цінними паперами тощо); певних економічних індексів, що пов'язані з відсотковими ставками (інфляція, індекс цін, індекс заробітної плати тощо).

Коригування змінюваної відсоткової ставки проводиться у визначений договором термін – 6, 12 або 24 місяці, а також у межах від 1 місяця до 5 років. Залишок боргу за довгостроковим кредитом перераховується вже виходячи з нової ставки, відповідно до чого новий графік платежів завжди розраховується на основі необхідної позитивної амортизації кредиту.

Цей інструмент захищає кредитора від коливань ринкових відсоткових ставок, при цьому завжди забезпечуючи йому достатній дохід за таким видом операцій. Разом із тим виникає небезпека збільшення кредитного ризику, оскільки майбутні кредитні виплати за іпотекою зі змінними відсотковими ставками досить складно передбачити. Отже, виникають різні шляхи його модифікації: зокрема, введення відсоткового обмежувача, який може бути встановлений у вигляді обмеження максимально (і (або) мінімально) допустимої величини, яку може досягти змінна ставка, або максимального збільшення відсоткових пунктів до первісної ставки, що обмежують плаваючу ставку протягом місяця, року, всього терміну кредитування.

8. *Іпотека з дисконтом (buy down permanent)* – іпотека зі зниженою кредитною ставкою, що виплачується позичальником в обмін на підвищений дисконт. Сума, яку насправді отримує позичальник, менше суми, що зазначена в договорі, на величину дисконту (щомісячний платіж розраховується виходячи з суми кредиту, яка перевищує суму, одержувану позичальником, на величину дисконту). Дисконт може виражатися в пунктах (відсотках) або грошовою сумою.

9. *Іпотечні кредити, що передбачають фінансовий інтерес кредитора*, припускають йому компенсацію втрат за пільгового кредитування або надання інших пільг для позичальника у формі

відстрочки виплати відсотків або основного боргу, збільшення або зменшення термінів кредитування. Кредитор надає кредит під більш низьку відсоткову ставку в обмін на частку у зростанні вартості нерухомості або частку в поточному доході, що визначена у відсотках від регулярних грошових надходжень. Можлива участь кредитора в отриманні доходів від нерухомості протягом як усього строку дії кредитного договору, так і іншого визначеного договором терміну.

10. *Іпотечні кредити зі зворотним ануїтетом (reverse annuity mortgage)* – призначені в основному для пенсіонерів як додаткове фінансування життя власників нерухомості (довічна рента). Позичальник отримує кредит, який гасить подальшою передачею прав на нерухоме майно. Кредит може бути виданий одноразово чи вроздріб (щомісяця або в кілька прийомів). Рента може бути терміноюю і безстроковою. За підвищення вартості нерухомості, що засвідчена незалежною оцінкою, можливе внесення додаткових платежів від позичальника, що доцільно обумовити в контракті.

11. *Фінансова операція з продажу нерухомості з правом довічного проживання (life estate transaction)* – на відміну від іпотеки зі зворотним ануїтетом, право власності на нерухомість переходить до кредитора не після закінчення терміну кредитування (або смерті власника), а безпосередньо на момент укладення договору.

12. *Кредитні лінії, що забезпечені житлом (home equity revolving loans)*, де застава нерухомості для забезпечення кредитної лінії діє протягом тривалого періоду часу та використовується на споживчі потреби позичальника. Відсоток виплачується тільки на кредит, який використовується. Зазвичай ставка періодично переглядається. Наданий кредит хоча і не використовується на фінансування нерухомості, все ж забезпечений нерухомим майном, тому відсотки виключаються з оподаткованого доходу на кшталт іпотечних кредитів, але з деякими обмеженнями.

У світовій практиці можна виділити чотири основні способи залучення коштів для фінансування іпотечних кредитів, а саме через: 1) універсальні банки; 2) іпотечні банки; 3) контрактні житлові заощадження; 4) вторинний ринок іпотечних кредитів (табл. 8.2).

**Основні способи залучення ресурсів
для іпотечного кредитування**

Способи залучення Класифікаційні ознаки	Універсальні банки	Іпотечні банки	Контрактні житлові заощадження	Вторинний ринок іпотечних кредитів
Основний спосіб залучення фінансування	Депозити	Іпотечні цінні папери – іпотечні облігації	Депозити	Іпотечні цінні папери – <i>MBS</i> та їх модифікації
Джерела залучення ресурсів	Кошти населення та юридичних осіб на рахунках та депозитах за різними строками. Міжбанківські кредити та позики на фінансовому ринку	Емісія іпотечних облігацій, цінних паперів, що забезпечені іпотечним покриттям, які перебувають на балансі емітента	Кошти населення на цільових житлових довгострокових депозитах з установленими в договорах умовами накопичення й кредитування	Сек'юритизація іпотечних активів шляхом випуску <i>MBS</i>
Основні ризики, що пов'язані зі способами залучення ресурсів	Ризик ліквідності, процентних ставок, пов'язаних із неузгодженістю іпотечних активів і пасивів за строками	Ризик дострокового погашення, процентних ставок, кредитний ризик кредитора-емітента цінного папера	Ринковий ризик у зв'язку з необхідністю постійного припливу нових вкладників	Ринковий ризик емітента
Наявність спеціального законодавства	Відсутність спец. законодавства щодо діяльності банків із залучення депозитів для фінансування житлових іпотечних кредитів	Законодавство, що регулює діяльність спеціальних кредиторів, які емітують іпотечні облігації	Законодавство, що регулює діяльність спец. установ, які залучають довгострокові житлові депозити	Законодавство, що регулює випуск <i>MBS</i> . Спец. акти про створення операторів вторинного ринку

Найбільш поширеним типом є фінансування через *універсальні банки*, які використовують кошти корпорацій та домогосподарств, що розміщені на поточних рахунках та депозитах як

ресурси для надання довгострокових іпотечних кредитів (найпоширеніший у Великобританії, Німеччині, Іспанії, Австралії). Основною перевагою для таких банків є можливість використання кредитних та фінансових інструментів для хеджування ризиків та забезпечення поточної фінансової стійкості та надійності, оскільки у розвинених країнах довгострокові житлові іпотечні кредити домогосподарствам є достатньо стабільним і надійним сектором фінансового ринку.

Основною проблемою залишається необхідність підтримки поточної ліквідності універсальних банків шляхом узгодження короткострокових пасивів і довгострокових активів. Вона набуває гостроти за значного збільшення частки житлових іпотечних кредитів у кредитному портфелі банку. В цьому випадку для регулювання поточної ліквідності стає недостатньо власних ресурсів, а також залучених на депозити. Тому часто при великих комерційних банках створюються спеціалізовані філії або дочірні спеціалізовані іпотечні банки для іпотечного кредитування. Широко розповсюджена схема, коли великі банки здійснюють кредитування населення через розгалужену територіальну мережу своїх іпотечних брокерів або агентів.

Спосіб залучення ресурсів через *спеціалізовані іпотечні банки* шляхом випуску іпотечних цінних паперів має дві основні форми: через власне спеціалізовані іпотечні банки (однорівнева система) і через вторинний ринок іпотечних кредитів (дворівнева система).

Спеціалізовані іпотечні банки функціонують у Німеччині, Данії, Швеції, Польщі і деяких інших країнах з відповідним законодавством. Такі банки надають довгострокові житлові іпотечні кредити за рахунок операцій з іпотечними облігаціями із залученням великих інституційних (пенсійні фонди, страхові компанії, інститути спільного інвестування та інші організації), так і приватних інвесторів. Облігації, що ними емітуються, мають високий рейтинг, ліквідність і надійність. Це приваблює інвесторів, отже, обсяги зобов'язань за такими облігаціями подекуди перевищують обсяги державних позик. Надійність забезпечується принципом спеціалізації банків, заставою нерухомості та державними/муніципальними гарантіями за кредитами.

Контрактні житлові заощадження ґрунтуються на забезпеченні житлових кредитів за рахунок довгострокових цільових (житлових) вкладів домогосподарств. Будівельно-ощадні каси, або кредитно-ощадні установи, залучають цільові вклади домогосподарств на довгостроковій основі. Вони можуть бути повністю закритого типу, тобто коли вклади є єдиним джерелом ресурсів (будівельно-ощадні каси Німеччини – *Bausparkasse*), частково закритого типу (будівельні товариства Великобританії – *Building societies*) або повністю відкритого типу (ощадно-позичкові асоціації США – *Saving and Loans*), коли джерелом ресурсів є як вклади, так і кошти, що залучаються на фінансовому ринку.

Залучення ресурсів через ощадно-кредитні установи є суттєвим доповненням системи іпотечного кредитування. Так, у Німеччині будівельно-ощадні каси працюють у тісній взаємодії зі спеціалізованими іпотечними та універсальними банками, а також земельними та народними банками, які мають багато філій по всій країні. Подібне співробітництво дозволяє всім учасникам іпотечного ринку найбільш ефективно працювати з клієнтами, надавати різноманітні послуги щодо накопичення заощаджень, надавати кредити громадянам на вигідних умовах. Ощадно-кредитні установи працюють в основному з клієнтами, які мають середні доходи й претендують на невеликі за розмірами кредити.

Інституційний склад системи іпотечних інститутів у різних країнах наведено у табл. 8.3.

Іпотечний ринок відрізняється від інших фінансових ринків тим, що всі зобов'язання, які на ньому обертаються, забезпечені нерухомим майном. Він не лише перерозподіляє нерухомість з метою її раціонального використання, а й сприяє інвестуванню в неї.

В Україні пропонується використовувати як американську схему іпотечного кредитування, що дозволяє створити дворівневий іпотечний ринок, так і традиційну європейську схему іпотечного кредитування. Слід йти шляхом розширення банківського іпотечного кредитування, створення будівельно-ощадних кас, які належно зарекомендували себе у країнах ЄС та у США. Своє місце в системі іпотечного кредитування мають посісти НПФ, ІСІ та інші інститути, що акумулюють кошти населення, оператори вторинного іпотечного ринку, а також система рейтингових агентств.

Інституційний склад іноземних іпотечних інститутів

Країна	Види іпотечних інститутів
США	Комерційні банки, іпотечні банки, ощадно-позичкові асоціації, Федеральна система фермерського кредитування
Німеччина	Іпотечні банки, будівельні та ощадні каси
Великобританія	Будівні товариства, іпотечні банки
Канада	Іпотечні компанії, корпорації фермерського кредиту
Австрія	Сільськогосподарські іпотечні банки, комерційні банки
Швейцарія	Регіональні банки, ощадні каси, позичкові каси
Франція	Комерційні банки, Французький земельний кредит, взаємоощадні банки, ощадні установи
Італія	Спеціалізовані іпотечні інститути
Норвегія	Іпотечні банки Королівства Норвегії, спеціалізовані установи
Данія	Іпотечні кредитні асоціації, кредитні асоціації
Швеція	Іпотечні спеціалізовані інститути
Мексика	Комерційні банки, небанківські інститути

8.3. Іпотечні цінні папери первинного ринку

Поява іпотечних цінних паперів спричинена введенням у дію законів України «Про іпотеку» від 05.06.2003 № 898-IV, «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» від 19.06.2003 № 979-IV та «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» від 19.06.03 № 978-IV.

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

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

на предмет іпотеки. Заставна оформлюється, якщо її видача передбачена іпотечним договором. Після державної реєстрації іпотеки її оригінал передається іпотекодержателю, якщо інший порядок передачі заставної не встановлено іпотечним договором. Заставна не є емісійним цінним папером, а її першим власником є особа, яка на момент видачі цього цінного паперу відповідно до умов іпотечного договору має статус іпотекодержателя. Якщо інше не передбачено іпотечним договором, оригінал заставної передається такому іпотекодержателю.

Заставна може передаватися її власником будь-якій особі шляхом вчинення індосаменту. Наступний власник набуває всі права іпотекодержателя (нового кредитора) за договором, яким обумовлене основне зобов'язання, та за іпотечним договором, на підставі якого була видана заставна, а права попереднього власника заставної як іпотекодержателя (первісного кредитора) припиняються. Попередній власник цього цінного паперу на вимогу нового власника зобов'язаний передати новому власнику документи та інформацію, які є важливими для здійснення прав, що впливають із заставної. Після видачі заставної виконання основного зобов'язання та звернення стягнення на предмет іпотеки може бути здійснено лише на підставі вимоги власника заставної.

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

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

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

Позитивні риси заставної: 1) дозволяє зробити борги за кредитом більш ліквідними, тобто їх можна продавати; 2) у разі невиконання основного зобов'язання за кредитом дає можливість просто й швидко звернути стягнення на предмет іпотеки, тобто домогтися арешту заставленого майна, його реалізації за рішенням суду та погашення основного богу за іпотечним договором.

Процедуру іпотечного кредитування з використанням заставної наведено на рис. 8.6.

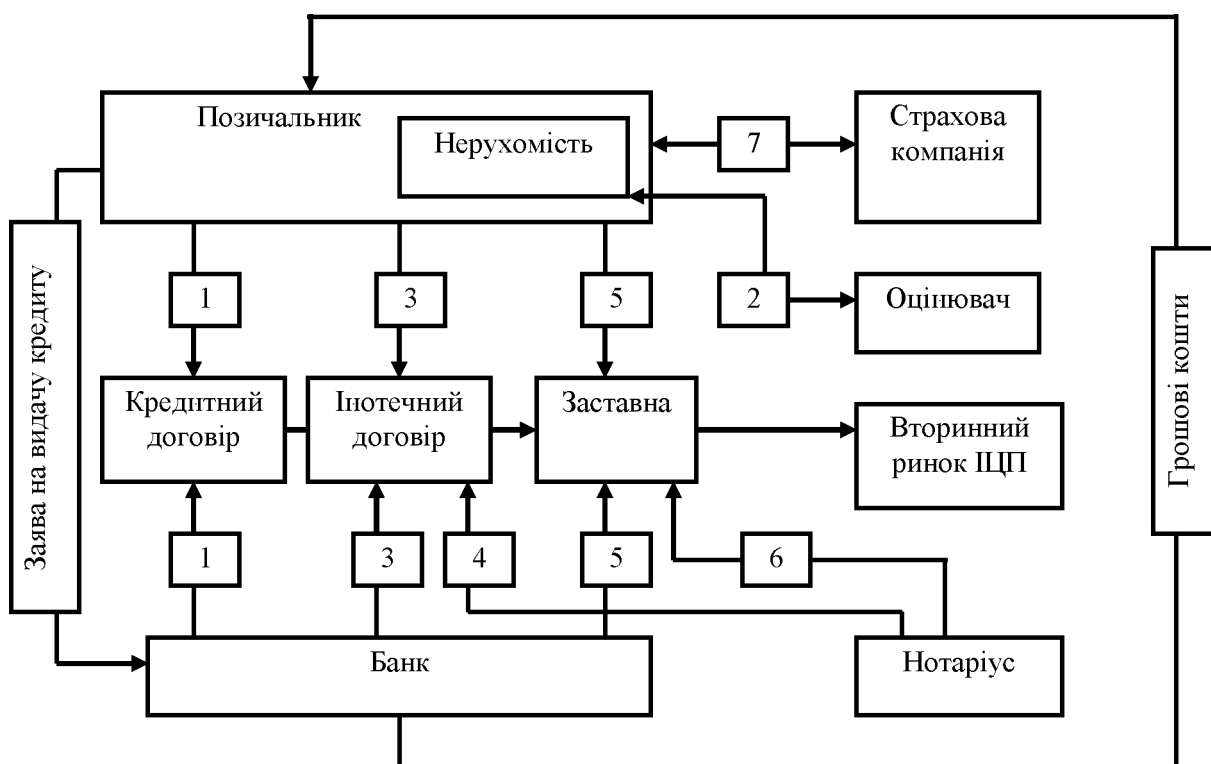


Рис. 8.6. Процедура іпотечного кредитування з використанням заставної

- 1 – укладання кредитного договору; 2 – оцінка заставленого майна;
 3 – укладання іпотечного договору; 4 – посвідчення іпотечного договору у нотаріуса та внесення його в Державний реєстр іпотек; 5 – випуск заставної; 6 – реєстрація заставної; 7 – страхування предмета іпотеки.

Після оформлення заставної виконання основного зобов'язання та звернення стягнення з метою іпотеки може бути здійснено лише на підставі вимоги власника заставної. Анулювання заставної і видача нової заставної здійснюються за згодою між іпотекодавцем, боржником, якщо він є відмінним від іпотекодавця, та власником заставної. У разі анулювання заставної видача нової також підлягає державній реєстрації у встановленому законом порядку з обтяженням відповідного нерухомого майна іпотекою. Після реєстрації випуску заставної її оригінал передається іпотекодержателю.

На практиці адміністратором усіх державних реєстрів є державне підприємство «Інформаційний центр» Міністерства юстиції України. Реєстр являє собою єдину комп'ютерну базу даних про нерухомість, яка є предметом застави та поповнюється інформацією, що надають державні та приватні нотаріуси, коли фіксують іпотечні договори, а також випадки передачі прав власності за іпотечним договором, анулювання, видачі дублікатів заставної тощо.

У заставній обов'язково мають міститися такі **реквізити**:

1) слово «заставна» як складова назви документа та визначення про зобов'язання боржника виконати перед іпотекодержателем у встановлений строк основне зобов'язання;

2) для іпотекодавця, боржника (якщо він є відмінним від іпотекодавця) та іпотекодержателя – юридичних осіб:

– резидентів – найменування, місцезнаходження та ідентифікаційний код в Єдиному державному реєстрі юридичних та фізичних осіб-підприємців;

– нерезидентів – найменування, юридична адреса та держава, де зареєстрована особа;

– для іпотекодавця, боржника (якщо він є відмінним від іпотекодавця) та іпотекодержателя – фізичних осіб:

– громадян України – прізвище, ім'я, по батькові, адреса постійного місця проживання та індивідуальний ідентифікаційний номер у Державному реєстрі фізичних осіб – платників податків та інших обов'язкових платежів;

– іноземців, осіб без громадянства – прізвище, ім'я, по батькові (за наявності), адреса їх постійного місця проживання за межами України;

3) посилання на реквізити іпотечного договору та договору, що обумовлює основне зобов'язання;

4) опис предмета іпотеки, достатній для його ідентифікації, та/або його реєстраційні дані;

5) зміст та розмір основного зобов'язання, строк і порядок його виконання;

6) спосіб звернення стягнення з метою іпотеки, якщо він передбачений іпотечним договором;

7) відмітка про реєстраційний номер, дату та місце державної реєстрації обтяження нерухомого майна іпотекою.

За згодою між іпотекодавцем та іпотекодержателем заставна може містити інші положення, що відтворюють зміст основного зобов'язання та іпотеки. Якщо її зміст не відповідає положенням іпотечного договору чи договору, що обумовлює основне зобов'язання, положення заставної мають перевагу. Вона підписується іпотекодавцем та боржником, якщо він є відмінним від іпотекодавця. Іпотекодавець, боржник – юридичні особи – засвідчують підпис уповноваженої особи печаткою.

Заставна може використовуватися для рефінансування іпотечного кредиту (рис. 8.7). Зазначимо, що, відповідно до Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» від 19.06.2003 № 979-IV, **іпотечне кредитування** – правовідносини, що виникають з приводу набуття права вимоги іпотечного боргу за правочинами та іншими документами.

Власник заставної може до настання строку виконання боржником зобов'язань за нею проводити операції із заставними, що йому належать, для рефінансування власної діяльності шляхом залучення додаткових грошових коштів від інших осіб. Рефінансування може здійснюватися такими способами:

– продаж заставної шляхом індосаменту (передаточного надпису);

– продаж заставної із зобов'язанням зворотного викупу (операція РЕПО);

– передача заставної у заставу для забезпечення виконання зобов'язань перед іншими кредиторами;

– емісія іпотечних цінних паперів.

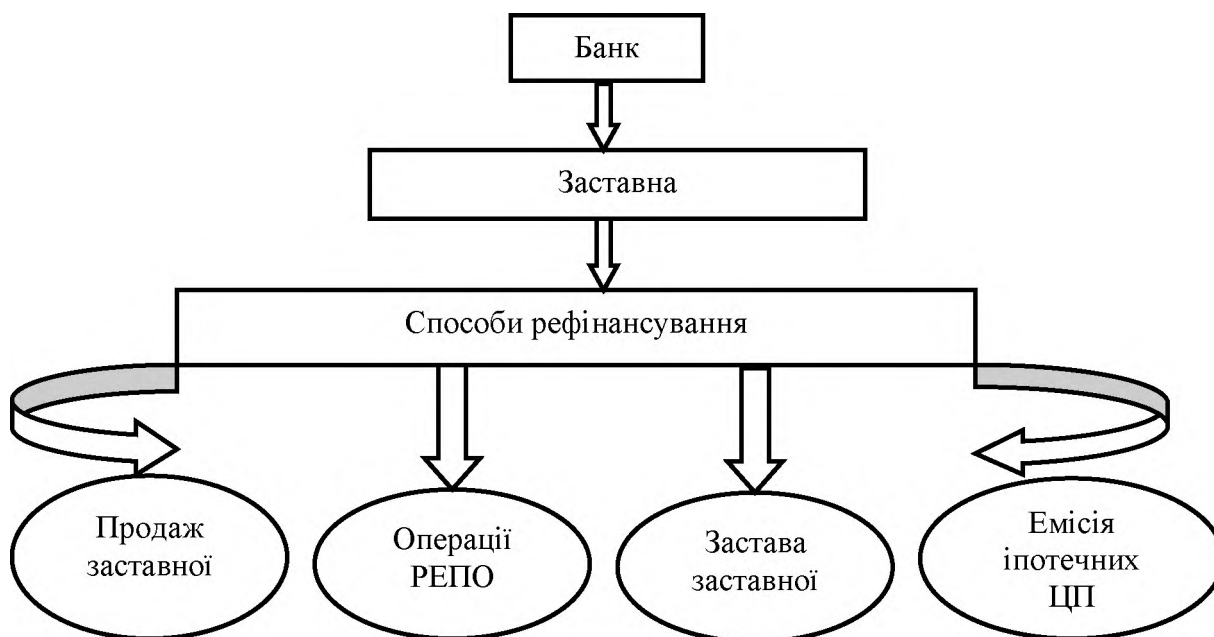


Рис. 8.7. Способи рефінансування з використанням заставної

Заставні можуть забезпечувати випуск інших іпотечних цінних паперів – іпотечних облігацій та іпотечних сертифікатів.

Відповідно до Закону України «Про іпотечне кредитування операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» від 19.06.2003 № 979-IV, крім визначення механізму довгострокового іпотечного кредитування, встановлено новий вид цінних паперів – іпотечні сертифікати, що дозволяють створити систему рефінансування іпотечних кредитів.

Іпотечний сертифікат – іпотечний цінний папір, що забезпечений іпотечними активами або іпотеками. *Іпотечні активи* – реформовані в консолідований іпотечний борг зобов’язання за договорами про іпотечний кредит здійснювати платежі в рахунок погашення основного зобов’язання упродовж строку обігу сертифікатів. *Консолідований іпотечний борг* – зобов’язання за договорами про іпотечний кредит, реформовані кредитором.

Іпотечні сертифікати можуть бути двох видів – *іпотечні сертифікати участі* та *іпотечні сертифікати з фіксованою доходністю*. Незважаючи на істотні відмінності між ними (табл. 8.4), законодавством визначаються основні ознаки, що відрізняють іпотечні сертифікати від інших цінних паперів:

1. Наявність реформованих зобов’язань.

2. Механізм довірчого управління.
3. Принцип забезпеченості.
4. Відокремлення іпотечних активів.
5. Принцип розподілу функцій.
6. Наявність реєстру забезпечення сертифікатів.

Таблиця 8.4

Особливості іпотечних сертифікатів

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

Принципова відмінність між сертифікатами з фіксованою дохідністю і сертифікатами участі полягає у фінансовій моделі перетворення платежів, що надходять за іпотечними активами для виплати за сертифікатами. Модель, за якою випускаються

сертифікати з фіксованою дохідністю, передбачає, що власником іпотечних активів, а отже, і платежів за ними, є емітент. Модель, за якою випускаються сертифікати участі, передбачає, що їх власник передає іпотечні активи в довірчу власність.

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

- право на отримання номінальної вартості в передбачені умовами випуску сертифікатів терміни;

- право на отримання процентів за сертифікатами на умовах інформації про випуск сертифікатів;

- право на задоволення вимог – у разі невиконання емітентом прийнятих на себе зобов'язань – з вартості іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів з фіксованою дохідністю, переважно перед іншими кредиторами емітента.

Іпотечні сертифікати з фіксованою дохідністю мають номінальну вартість, термін обігу та фіксовану ставку доходу, що виплачується з визначеною періодичністю. Інвестор, який придбав такі сертифікати, набуває права, що тотожні правам власників облігацій, зокрема право на одержання відсотків за сертифікатами і право на одержання номінальної вартості в передбачені умовами випуску терміни. А у випадку невиконання емітентом прийнятих на себе зобов'язань інвестор має право на задоволення вимог за сертифікатами за рахунок вартості іпотечних активів. Крім того, емітент несе відповідальність перед власниками сертифікатів з фіксованою дохідністю усім своїм майном.

Емітент здійснює виконання своїх зобов'язань перед власниками сертифікатів за рахунок надходження платежів у погашення іпотечного боргу. Ризик дострокового погашення кредитів, включених у консолідований іпотечний борг, бере на себе емітент сертифікатів.

На відміну від сертифікатів з фіксованою дохідністю **іпотечні сертифікати участі** – пайові іменні цінні папери, власники яких мають право на одержання частини платежів за іпотечними активами.

На практиці ця конструкція може виглядати так. Емітент сертифікатів участі формує або придбаває іпотечні активи, на підставі

яких здійснює випуск сертифікатів. Після реєстрації випуску цих сертифікатів у НКЦПФР емітент здійснює їхнє розміщення самостійно чи за допомогою торговця цінними паперами. Після закінчення терміну розміщення емітент робить підсумки розміщення й залежно від обсягу фактично залучених коштів проводить коригування умов випуску з урахуванням того, що обсяг залучених коштів може не відповідати обсягу консолідованого іпотечного боргу. За результатами проведеної підписки на сертифікати участі, емітент приводить у відповідність обсяг консолідованого іпотечного боргу й обсяг випущених сертифікатів, після чого складає звіт, що подається на реєстрацію в НКЦПФР. З моменту реформування зобов'язань до моменту реєстрації звіту про результати емісії іпотечні активи перебувають у власності емітента. Після реєстрації звіту іпотечні активи переходять у довірчу власність управителя. Управителем може бути сам емітент чи особа, визначена ним в умовах випуску сертифікатів.

Засновниками довірчого управителя є власники сертифікатів участі. Власники цих сертифікатів мають право на: 1) отримання частки у платежах за іпотечними активами відповідно до договору про придбання сертифікатів; 2) задоволення вимог – у разі невиконання емітентом взятих на себе зобов'язань – з вартості іпотечних активів, які перебувають у довірчій власності управителя.

Забезпеченням виконання зобов'язань за сертифікатами участі слугують іпотеки, що складають іпотечний пул і консолідований іпотечний борг. Термін обігу цих сертифікатів відповідає терміну виконання зобов'язань, що утворюють іпотечні активи. Розміщення має бути закінчене упродовж 30 днів з дати початку емісії.

Так само, як і у випадку з випуском іпотечних сертифікатів з фіксованою дохідністю, у процес обслуговування обігу сертифікатів участі можуть бути залучені особи, які виконують обслуговуючі функції, – розпорядники платежів і керуючі іпотеками. Однак, на відміну від сертифікатів з фіксованою дохідністю, де механізм довірчого управління включається тільки у випадку, якщо емітент на власний розсуд призначає управителя, у випадку випуску сертифікатів участі довірче управління є обов'язковою

умовою. Емітент може передати функції довірчого управління іншій фінансовій установі, яка стає довірчим власником, управителем і розпорядником платежів. При цьому емітент продовжує виконувати свої зобов'язання перед власниками сертифікатів.

Кошти, які управитель одержує для здійснення платежів за сертифікатами, підлягають передачі власникам цих сертифікатів за винятком сум винагороди управителя.

Завдяки системі захисту прав інвесторів іпотечні сертифікати обіцяють стати найбільш надійними фінансовими інструментами на ринку цінних паперів України. Власники іпотечних сертифікатів з фіксованою дохідністю мають переваги перед власниками корпоративних облігацій, оскільки виконання зобов'язань за іпотечними сертифікатами забезпечується іпотечними активами.

Випуск іпотечних сертифікатів участі дозволить фінансовим інститутам, у першу чергу банкам, що безпосередньо здійснюють іпотечне кредитування, трансформувати довгострокові іпотечні кредити у ліквідні активи, тим самим поліпшити свої показники ліквідності, а також звільнити ресурси для збільшення обсягів кредитних операцій.

Іпотечні цінні папери усіх видів покликані, перш за все, рефінансувати довгострокові іпотечні кредити. Це не тільки забезпечить надходження додаткових фінансових ресурсів у реальний сектор економіки, але і сприятиме певною мірою реалізації частини незадоволеного попиту на ринку.

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

Емітентом звичайних іпотечних облігацій є іпотечний кредитор, який несе відповідальність за виконання зобов'язань за

ними іпотечним покриттям та всім іншим своїм майном, на яке, відповідно до законодавства, може бути звернено стягнення. Емітентом структурованих облігацій є спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями лише іпотечним покриттям.

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

8.4. Інструменти рефінансування довгострокових іпотечних кредитів

Одним з основних напрямів розвитку іпотечного ринку є удосконалення інструментів залучення довгострокових фінансових ресурсів та створення іпотечних кредитних установ. Збільшення обсягів залучених ресурсів, зниження їхньої вартості в розвинених країнах дозволило здешевити вартість іпотечних кредитів. Незважаючи на відмінності, що існують у різних країнах, ринок іпотечного кредитування можна визначити як механізм перерозподілу грошових коштів від кінцевого інвестора до позичальника – покупця нерухомості. У результаті ринок іпотечних цінних паперів став суттєвим засобом руху коштів з ринку капіталів до житла та будівельної галузі.

Основними учасниками такої моделі організації ринку іпотечного кредитування є:

- 1) позичальник, який придбаває кредит на купівлю житла;
- 2) кредитор (банк чи інша установа), яка надає позичальнику кредит під заставу;
- 3) посередник – спеціалізована установа, яка забезпечує залучення вільного капіталу для його подальшого інвестування;
- 4) кінцеві інвестори (в основному інституційні), які придбавають іпотечні цінні папери.

На первинному ринку здійснюється взаємодія позичальника та банку, інструментами є, власне, іпотечні кредити. Банк – посередник – інвестор – це суб'єкти вторинного ринку, інструментами якого є цінні папери, що забезпечені іпотечними кредитами.

У світовій практиці використовуються інструменти рефінансування, зокрема іпотечні цінні папери, обіг яких має певні особливості.

Найбільш показовими щодо цього є німецькі іпотечні облігації (*Pfandbrief*) та американські цінні папери, що забезпечені іпотекою (*MBS*). Це особлива група цінних паперів – **переказні іпотечні папери прямої дії** (*pass-through securities*), що випускаються на підставі пулу індивідуальних іпотечних кредитів.

За обсягом правових зобов'язань випуск іпотечних облігацій, зважаючи на строки й суми платежів, графік їх виплат, накладає на кредитора (емітента) складніші зобов'язання, ніж переказні цінні папери (*pass – through MBS*), що пов'язані з необхідністю управління грошовими потоками, які надходять від позичальників, та модифікації їх у грошові потоки, які спрямовуються утримувачам цінних паперів. Порівняння цих двох типів цінних паперів та розподіл ризиків, що притаманні іпотечному кредитуванню, наведено у табл. 8.5.

Таким чином, потенційні інституційні інвестори віддадуть перевагу цінним паперам, що дадуть їм можливість зберігати свої грошові кошти тривалий час та маючи можливість планувати їхню дохідність та надходження за виплатами від цінних паперів. З цієї точки зору іпотечні облігації за правовою конструкцією більше відповідають інтересам довгострокових інвесторів. Водночас це означає набагато більше навантаження на емітента з точки зору контролю за станом забезпечення (іпотечними активами) та управління фінансовими потоками, що надходять, а також управління кредитним ризиком та ризиком дострокового погашення.

Економічні механізми рефінансування за допомогою випуску іпотечних цінних паперів при іпотечному кредитуванні мають однакову природу, проте правові механізми та фінансові схеми розрізняються.

Німецькі іпотечні облігації мають традиційну структуру зі сплатою основного боргу в кінці строку дії облігації. Схему випуску цих облігацій наведено на рис. 8.8.

Порівняльний аналіз ризиків, що пов'язані з моделлю залучення ресурсів в іпотечних банках (Німеччина) та організаціях вторинного ринку (США)

Країна	Німеччина	США
Кредитний інститут	Іпотечний банк	Іпотечні компанії тощо
Фінансовий інструмент	Іпотечні облігації (MB)	Іпотечні сертифікати (MBS)
Тип сек'юритизації	Іпотечні активи залишаються на балансі кредитора-емітента	Іпотечні активи знімаються з балансу банку-кредитора
Розподіл ризиків		
– кредитний ризик	Іпотечний банк-емітент	Інвестор
– ризик дострокового повернення кредиту	Іпотечний банк-емітент	Інвестор
– ринковий ризик	Інвестор	Інвестор
Ризик банкрутства банку-кредитора, що видав кредит	Інвестор має пріоритетне право вимоги на активи емітента	Банкрутство кредитного інституту, який видав кредит, не впливає на його обслуговування
Гарантії	Надаються іпотечним банком-емітентом	Надаються третьою стороною (Фенні Мей)
Якість кредитів	Визначається законом (LTV – 60 %)	Необов'язково визначаються законом
Виплата основного боргу	Типово: у кінці строку	Типово: амортизація та дострокове повернення
Виплата відсотків	Типово: щорічно	Типово: щомісяця

Німецькі іпотечні облігації мають такі особливості:

– відокремлення активів, що забезпечують іпотечні облігації, від інших активів і операцій емітента шляхом ведення спеціального реєстру забезпечення та фіксування факту надання кредиту, забезпеченого заставою цього нерухомого майна, у поземельній книзі (реєстрі прав на нерухоме майно). В Австрії, де також випускаються *Pfandbrief*, ставиться спеціальний штамп у поземельній книзі (*Kautionsband*). Це свідчить про те, що кредит, забезпеченням якого є ця іпотека, включений у склад забезпечення іпотечних цінних паперів;

– запровадження спеціального незалежного контролю, який ґрунтується на принципах, розроблених Комітетом з банківського нагляду та регулювання (м. Базель);

– питання банкрутства при випуску іпотечних облігацій регулюється законом про іпотечну банківську діяльність, який передбачає їх виключення із загальних положень законодавства про банкрутство;

– вводиться абсолютне переважне право власників іпотечних облігацій на забезпечення, автоматичне виключення забезпечення з конкурсної маси у разі банкрутства емітента (сучасні тенденції – збереження пулу забезпечення та продовжування обслуговування облігацій навіть після банкрутства іпотечного банку), можливість заміни керуючого забезпеченням та/або обслуговуючого банку, непоширення вимог третіх осіб на надмірні активи забезпечуючого пулу.

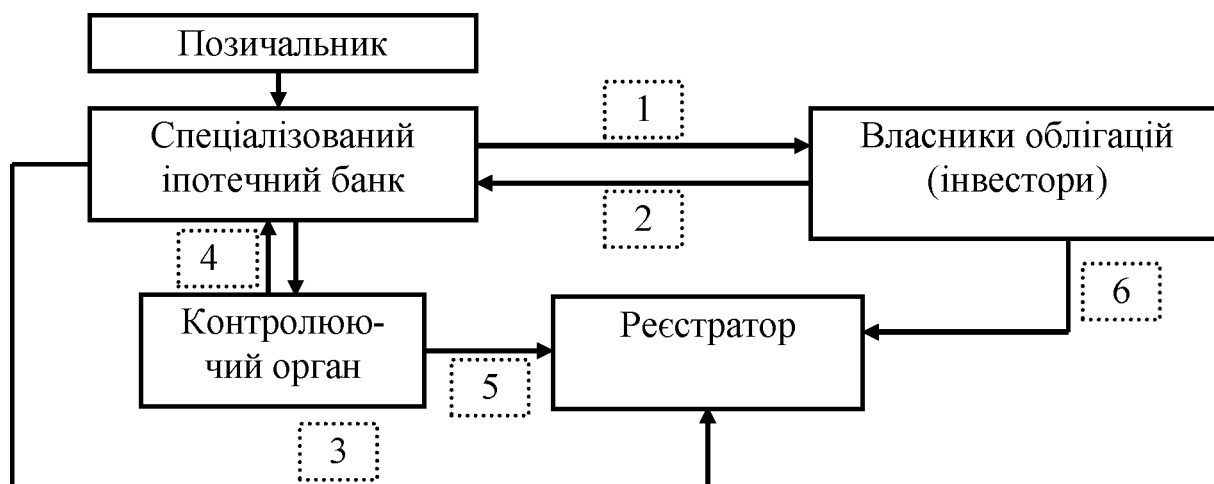


Рис. 8.8. Схема випуску іпотечних облігацій у Німеччині

1. Спеціалізований іпотечний банк продає облігації та бере зобов'язання зі сплати основного боргу та відсотків. Облігації забезпечуються заставою прав вимог за іпотечними кредитами, які належать цьому банку.

2. Інвестори придбають облігації та отримують доходи за ними.

3. Іпотечні кредити залишаються на балансі іпотечного банку, однак втраховуються у відокремленому реєстрі.

4. Орган з регулювання банківської діяльності призначає незалежний орган, який контролює дотримання законодавчих вимог щодо випуску іпотечних облігацій.

5. Контролюючий орган регулярно проводить перевірку забезпечення облігацій.

6. Власники облігацій у разі банкрутства емітента мають прямий доступ до пулу забезпечення. Забезпечення виділяється з ліквідної маси й може бути передано іншому банку для обслуговування кредитів та зобов'язань за облігаціями.

Німецькі іпотечні облігації – це забезпечені облігації, які за-свідчують права їхніх власників: на отримання від емітента їх номінальної вартості у передбачений термін; відсотків на номінальну вартість; задоволення позову – у разі невиконання емітентом своїх зобов'язань – із вартості майна, що включене до складу забезпечення іпотечних облігацій, в першу чергу, перед іншими кредиторами емітента.

Забезпеченням іпотечних облігацій можуть бути:

1) пул іпотечних кредитів (грошові вимоги за забезпеченими іпотекою зобов'язаннями за кредитними договорами);

2) грошові кошти, цінні папери та інші фінансові інструменти відповідно до вимог законодавства, але в обсязі, обмеженому законом або практикою ділового обороту.

Переказні цінні папери відрізняються від традиційних фінансових інструментів тим, що періодичність та розмір виплат за ними визначаються надходженнями за іпотечними кредитами, які забезпечують цей випуск. Таким чином, за допомогою переказного папера платежі за іпотечними кредитами переказуються від позичальника до кінцевого інвестора з відрахуванням зборів посередників. Переказні папери випускаються двома способами, у кожному з яких посередники відіграють різну роль. У першому випадку переказні цінні папери емітуються безпосередньо банком – первинним кредитором на підставі його портфеля іпотечних кредитів. У другому випадку переказні папери емітуються посередником на основі іпотечних кредитів, які придбані у банків-кредиторів.

Американські переказні іпотечні цінні папери (*pass-through securities*) являють собою частку від потоку платежів, джерелом яких є пул іпотечних кредитів.

Типова угода на отримання одного з найбільш поширених у США кредитних продуктів, а саме кредиту строком на 30 років з фіксованою процентною ставкою 7 %, має такі ознаки.

1. Позичальник повинен внести початковий внесок не менше 20 % від оціночної вартості житла, надати необхідні документи, сплатити початковий збір (приблизно 1 % від суми кредиту) за оформлення кредиту. Цей збір залишається у кредитній

організації, яка готує, оформлює та надає кредит позичальнику. Це може бути іпотечний брокер, комерційний або ощадний банк, іпотечна компанія. Потім позичальник здійснює регулярні платежі в рахунок основного боргу та процентів, щоб виплатити кредит упродовж 30 років під 7 % річних. Кредит, як правило, обслуговується в іпотечній компанії або депозитарному банку, який за виконання цих функцій отримує приблизно 0,25 % річних від балансу боргу.

2. Функції з обслуговування пулу кредитів можуть бути продані іншій кредитній організації. Великі іпотечні компанії, як правило, зацікавлені в продажу їй функцій з обслуговування всього кредитного портфеля, оскільки навіть невелика плата в умовах існуючих обсягів довгострокових кредитів дає суттєвий прибуток на етапі обслуговування.

3. Кредити групуються в пули з певним набором стандартних характеристик (процентна ставка, строк погашення, строк випуску кредиту, тип житла, що є предметом застави тощо) та сер'юритизуються з гарантією від «структур, що підтримуються державою» – *GSEs (Government-sponsored enterprises)*. При цьому Fannie Mae та Freddie Mac отримують свої комісійні у розмірі, який не перевищує 0,25 % річних від балансу боргу, з яких від 0,05 до 0,10 % покривають оцінювальний кредитний ризик за пулом кредитів. Якщо в пулі є кредити з початковим внеском нижче 20 %, вони повинні мати іпотечну страховку від Федеральної житлової адміністрації – *FHA (Federal Housing Administration)* або від Адміністрації у справах ветеранів – *VA (Veterans Administration)*, або приватної страхової іпотечної компанії. Вони покривають весь або частку (25–30 %) збитку у разі дефолту позичальника чи недостатності суми, яку отримують при реалізації застави. Середній розмір страхового внеску становить 0,75 % річних від суми боргу.

4. *MBS*, що випускаються на підставі пулу, продаються через дилерів інвесторам за ринковою ціною, яка залежить від конкретної кон'юнктури ринку. Вона формується з вартості цінних паперів Державної скарбниці США, корпоративних облігацій тощо. Якщо купонний дохід матиме ставку на рівні 6,5 %, це

означає, що для позичальника процентна ставка становитиме близько 7 % річних, вартість кредитних коштів плюс вартість обслуговування (0,25 %) та послуги за гарантіями операторів вторинного ринку (0,25 %).

У цілому ринок іпотечних кредитів у США характеризується як найбільш ємний, динамічний та ефективний ринок з високою доступністю для населення, відносно низькими відсотковими ставками за кредитами та надто невеликим спредом прибутку за цими операціями порівняно з іншими операціями банків та інших фінансових інститутів.

На рис. 8.9 наведено схему випуску американських переказних іпотечних цінних паперів, які випускаються спеціалізованим агентством вторинного ринку (*Agency pass-through securities*).

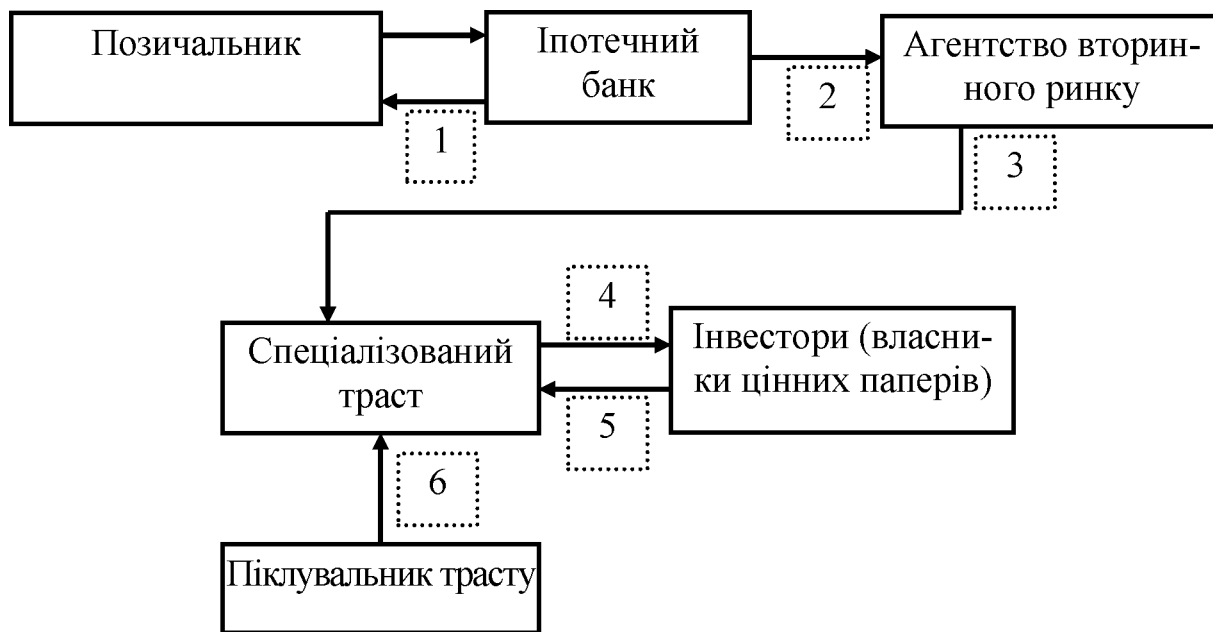


Рис. 8.9. Схема випуску переказних іпотечних цінних паперів у США

1. Банк або іпотечна установа надає іпотечні кредити.
2. Банк продає кредити агентству вторинного ринку.
3. Агентство продає кредити спеціалізованому трасту (*special purpose vehicle – SPV*) без зобов'язання зворотного викупу, управління кредитами передається піклувальнику траста.
4. Спеціалізований траст продає інвесторам цінні папери (сертифікати участі (*pass-through securities*)).
5. Покупці – інвестори, оплативши цінні папери, отримують платежі в рахунок основного боргу та процентів за рахунок грошових потоків за кредитами.
6. Управління здійснює піклувальник трасту (*trustee*).

Спеціалізований траст, хоч і є «паперовою організацією», але формально підлягає процедурі банкрутства. У зв'язку з цим здійснюються спеціальні заходи для запобігання можливому банкрутству.

Переказними іпотечними цінними паперами (*mortgage – backed pass-through securities*) визнаються іпотечні цінні папери, власники яких одночасно є: 1) учасниками загальної власності на майно, яке складає пул облігацій та іпотечних сертифікатів участі; 2) засновниками трасту для управління майном; 3) вигодонабувачами по трасту.

До складу пулу іпотечних сертифікатів участі входять однорідні (стандартні) іпотечні кредити (грошові вимоги за зобов'язаннями, що забезпечені іпотекою).

З фінансової точки зору сертифікати участі мають складну й задалегідь невизначену структуру через можливості дострокового погашення частки або всього кредиту, який знаходиться в пулі.

Рефінансування іпотечних кредитів у рамках вторинного ринку шляхом сек'юритизації є найбільш раціональним методом управління активами іпотечного кредитного інституту. Проте існують деякі певні обмеження. Так, застосування цього механізму рефінансування неможливе відносно нестандартних іпотечних кредитів. Ставка, за якою оператори вторинного ринку купують заставні, залежить від тієї ставки дохідності, на яку згодні інвестори. Зокрема, у США інвестори згодні на невисоку дохідність *MBS* не тільки тому, що зобов'язання забезпечені пулом заставних, а й тому, що за зобов'язаннями агентств стоїть держава. Це дає можливість розглядати цінні папери іпотечних агентств як практично безризикові та вкладати в них кошти самим консервативним інвесторам, таким як, наприклад, пенсійні фонди.

Реалізація цього механізму залучення ресурсів можлива лише за умов створення розширеної інфраструктури іпотечного ринку, при певному сприянні держави і контролі за емісією та обігом цінних паперів вторинного ринку.

Німецькі іпотечні облігації мають ознаки традиційних фінансових інструментів. Фіксована сума основного боргу сплачується після закінчення строку зобов'язань емітента, фіксовані

проценти – у строки, визначені умовами випуску (один раз чи двічі на рік).

Німецькі іпотечні облігації можуть випускатися тільки спеціалізованими інститутами – іпотечними банками. Відмінністю німецьких іпотечних банків є їхні привілеї з випуску боргових заставних зобов'язань. Усі інші кредитні інститути не мають права їх емітувати. Це пояснюється тим, що іпотечні банки обмежені у виборі способів рефінансування, тобто залучення грошового капіталу тоді, як інші кредитні інститути мають значно ширші можливості для рефінансування.

Іпотечний банк має право здійснити емісію *Pfandbrief* тільки у разі, коли він вже придбав кредити, які спроможні слугувати як їхнє забезпечення. Емісія може здійснюватись:

1) у документарній формі у вигляді віддрукованих *Pfandbrief*

2) у вигляді сертифіката на емісію *Pfandbrief* у великих випусках, які потім розміщуються в банку-депозитарії, так звані «глобальні свідоцтва» в електронній формі.

При випуску в паперовій формі *Pfandbrief* друкуються спеціалізованими друкарнями цінних паперів з використанням особливого способу друку на захищеному від підробок папері. Біржова служба допуску та експертизи німецького Федерального банку здійснюють нагляд щодо якості друку.

Облігації оформлюються як на пред'явника, так і як іменні цінні папери. Інвестору видається лист *Pfandbrief* і додатково до нього купонний лист процентних ставок, який містить річні процентні купони на весь строк дії облігації. Для отримання суми процентів інвестор пред'являє один купон банку, який здійснює його погашення.

В основі Закону Німеччини «Про іпотечні банки» міститься вимога про захист прав власників облігацій іпотечного банку, а саме дотримання принципів спеціалізації, забезпечення і конгруентності.

Принцип спеціалізації полягає у тому, що іпотечним банкам дозволені тільки певні види угод і, перш за все, випуск іпотечних облігацій та заборонені всі види кредитування, крім іпотечного.

Кредити, як правило, є довгостроковими, їх придатність для покриття іпотечних облігацій при проведенні кредитних операцій ґрунтується на спеціальних вимогах до оцінки предмета іпотеки, а сума кредиту не може перевищувати 60 % від оцінки майбутньої вартості нерухомого майна.

Така методика дозволяє знизити можливий ризик при укладанні угод. Водночас іпотечний банк повинен дотримуватись не тільки вимог відносно об'єкта застави, але й, як будь-який кредитний інститут, перевіряти власну кредитоспроможність як позичальника (провести андерайтинг). При невиконанні цієї умови кредит не може бути наданий, навіть якщо вартість об'єкта застави відповідає всім необхідним вимогам.

Обмежена кількість видів кредитних операцій, які здійснюються іпотечними банками, сприяє високій ефективності їхньої роботи й дозволяє мати менше, ніж в інших банках, персоналу. Таким чином, спеціалізація банку сприяє його ефективності та захищеності від ризиків. З моменту видання Закону «Про іпотечні банки» (1900 р.) у Німеччині не відбулося жодного випадку їх банкрутства.

Принцип забезпечення полягає у тому, що для задоволення вимог власників *Pfandbrief* іпотечний банк повинен створити солідні забезпечення цих облігацій, оскільки власники іпотечних облігацій у разі банкрутства іпотечного банку могли розраховувати на задоволення своїх вимог у першу чергу. Забезпечення (сума кредитів) для іпотечних облігацій не може перевищувати 60 % встановленої вартості об'єкта застави.

Для того щоб у будь-який час можна було б отримати інформацію про кредити, які складають забезпечення, відомості про них заносяться банком у спеціальний іпотечний реєстр. Внесення до реєстру є передумовою й доказом того, що на забезпечення поширюються особливі права власника іпотечних облігацій.

Незалежна (призначена Федеральним відомством з нагляду за діяльністю кредитних інститутів) довірена особа повинна перевіряти ідентифікацію об'єкта іпотеки та кредиту в реєстрі. Довірена особа разом з банком стежить за збереженням майна, яке внесене в реєстр іпотеки. Банк може вилучати його з покриття облігацій тільки за згодою довіреної особи.

Переважне право власників іпотечних облігацій перед іншими кредиторами банку із задоволення їхніх вимог щодо внесених у реєстр іпотечних кредитів у разі банкрутства іпотечного банку регламентовано § 35 закону про іпотечні банки Німеччини. Цим же законом, у зв'язку з необхідністю виплати суми основного боргу в кінці платіжного періоду, дозволено до 20 % забезпечення тримати в державних цінних паперах.

Принцип конгруентності полягає у тому, що вимоги іпотечних банків відносно позичальників та зобов'язання банків за облігаціями перед інвесторами повинні співвідноситися одне з одним, тобто загальна підсумкова вартість випущених іпотечним банком *Pfandbrief* повинна бути покрита грошовими вимогами в розмірі вартості їхнього номіналу та такими ж доходами від процентів (конгруентність забезпечення).

Іпотечні облігації дозволено випускати лише в тому випадку, коли строк їхньої дії та загальний обсяг випуску набагато перевищує строк дій договорів іпотечного кредитування.

Відповідно до цих принципів на ринку Німеччини можуть працювати тільки великі спеціалізовані іпотечні банки, які здатні забезпечити управління активами і пасивами. З метою зменшення ризиків забороняється дострокове погашення кредитів принаймні в початковий період дії кредиту, а також випускати облігації на підставі одного пулу іпотечних кредитів можна тільки у разі формування надмірного забезпечення. Балансова вартість забезпечення з часом зменшується у зв'язку з тим, що виплата основного боргу постійно здійснюється за ануїтетною схемою, що змушує банки поповнювати забезпечення новими іпотечними кредитами. Разом з тим на момент виплати основного боргу банку потрібно мати еквівалентну суму в забезпеченні. Припускається, що одночасно банк може мати зобов'язання принаймні по п'яти випусках облігацій, що й забезпечується 20 % обсягу покриття в ліквідних інструментах.

8.4. Процес сек'юритизації іпотечних активів

Останні десятиліття стали періодом появи та швидкого впровадження у світову економічну практику різноманітних фінансових нововведень. З їхньою допомогою фінансові установи змогли запропонувати своїм клієнтам нові продукти, підвищити стандарти обслуговування, зменшити ризики. Однією з таких фінансових інновацій стала сек'юритизація активів, що виникла наприкінці 70-х рр. XX ст. і захопила один з провідних секторів ринку капіталу з оборотом у мільярди доларів.

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

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

Існують три основних види (структури) сек'юритизації іпотечних активів: 1) класична (позабалансова); 2) синтетична (балансова); сек'юритизація бізнесу.

Сек'юритизація за класичною схемою є процесом структурованого фінансування та перерозподілу ризиків, за якого пул фінансових активів, що відповідає визначеним критеріям, віддається спеціально створеній, захищеній від банкрутства, незалежній компанії спеціального призначення (*SPV*, від англ. *special purpose vehicle*), яка вже від свого імені укладає договори та здійснює випуск забезпечених відступленими активами облігацій (рис. 8.10).

Основна ідея класичної сек'юритизації іпотечних активів полягає в тому, що їх диверсифікований пул набуває юридичної

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

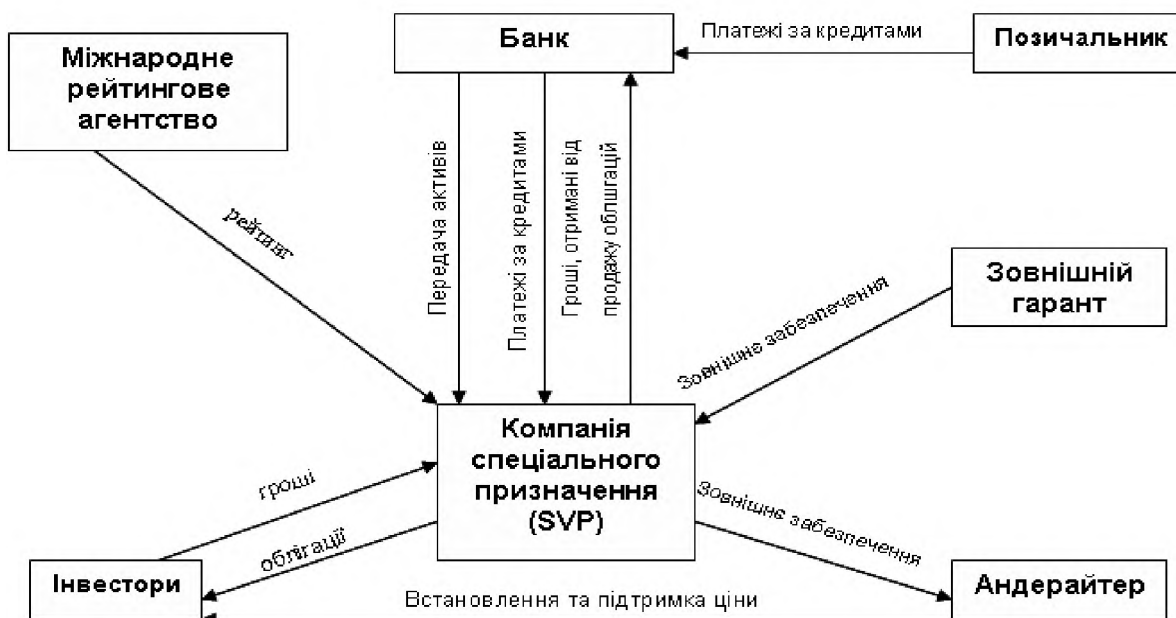


Рис. 8.10. Схема класичної сек'юритизації іпотечних кредитів

Синтетична сек'юритизація передбачає структурування угоди, що здійснюється за допомогою емісії кредитних деривативів. Таку угоду можна представити у вигляді передачі кредитного ризику конкретного зобов'язання або портфеля зобов'язань банком іншій особі. Базову структуру угоди проілюстровано на рис. 8.11.

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

синтетичної сек'юритизації – хеджування кредитних ризиків. Її обирають через таке:

1) відсутність для ініціатора згоди позичальників продати іпотечні активи;

2) єдине бажання ініціатора угоди хеджувати кредитні ризики за відсутності потреби у «дешевому» фінансуванні;

3) наявність суворих правових обмежень у проведенні сек'юритизації;

4) бажання ініціатора угоди продовжувати кредитні відносини з певними клієнтами або просто залучати нових інвесторів.

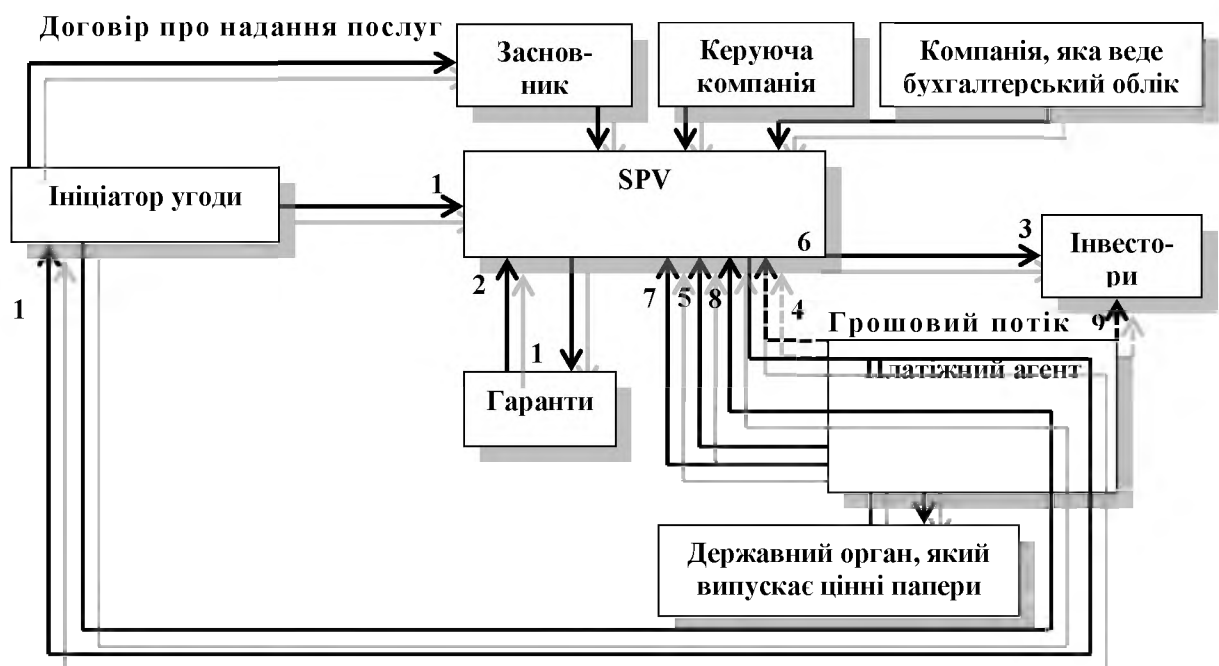


Рис. 8.11. Схема синтетичної сек'юритизації іпотечних кредитів

1) передача ризику **SPV** внаслідок укладення договору про кредитно-дефолтний своп (*credit default swap, CDS*);

2) надання кредитної підтримки;

3) випуск і розміщення синтетичних облігацій, що забезпечені борговими зобов'язаннями (*collateralized debt obligation, CDO*);

4) оплата інвесторами отриманих облігацій;

5) купівля державних цінних паперів за рахунок коштів, отриманих від емісії **CDO**;

6) **SPV** тримає державні цінні папери як заставу з **CDO**;

7) купонні платежі за державними цінними паперами;

8) передача **SPV** премії з **CDS**;

9) виплати за **CDO**;

10) плата за кредитну підтримку;

11) перерахування залишкового прибутку ініціатору угоди.

Відмінності між цінними паперами, що випускаються для проведення класичної (балансової) та синтетичної (позабалансової) сек'юритизації, наведено у табл. 8.6.

Таблиця 8.6

Порівняльний аналіз іпотечних цінних паперів

№ з/п	Критерій	Балансова сек'юритизація	Позабалансова сек'юритизація
1.	Джерело платежів інвесторам	Грошовий потік емітента	Грошовий потік від іпотечного покриття
2.	Кредитний ризик	Емітент	Інвестор
3.	Ризик дострокового погашення	Емітент	Інвестор
4.	Ринковий ризик	Інвестор	Інвестор
5.	Кредитна якість	Крім якості активів, залежить і від фінансового стану оригінатора	Крім якості активів, залежить і від структури угоди
6.	Процентні платежі	Як правило, щороку	Як правило, щомісяця
7.	Погашення основного боргу	Одноразовим платежем у кінці терміну	Амортизація та дострокове погашення

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

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

Сек'юритизація бізнесу – це отримання кредиту, що забезпечений всіма активами, що генеруються бізнесом певної компанії. Зміст цієї техніки (рис. 8.12) полягає в тому, що *SPV* емітує облігації на ринку капіталу та надає залучені кошти у вигляді

кредиту ініціатору угоди, який, у свою чергу, погашає кредит за рахунок прибутку від господарської діяльності. Випущені облігації забезпечуються всіма або більшою частиною активів ініціатора угоди. Особливість цієї схеми: *SPV* не купує пул іпотечних активів у ініціатора угоди, а надає кредит, погашення якого забезпечується його бізнесом.

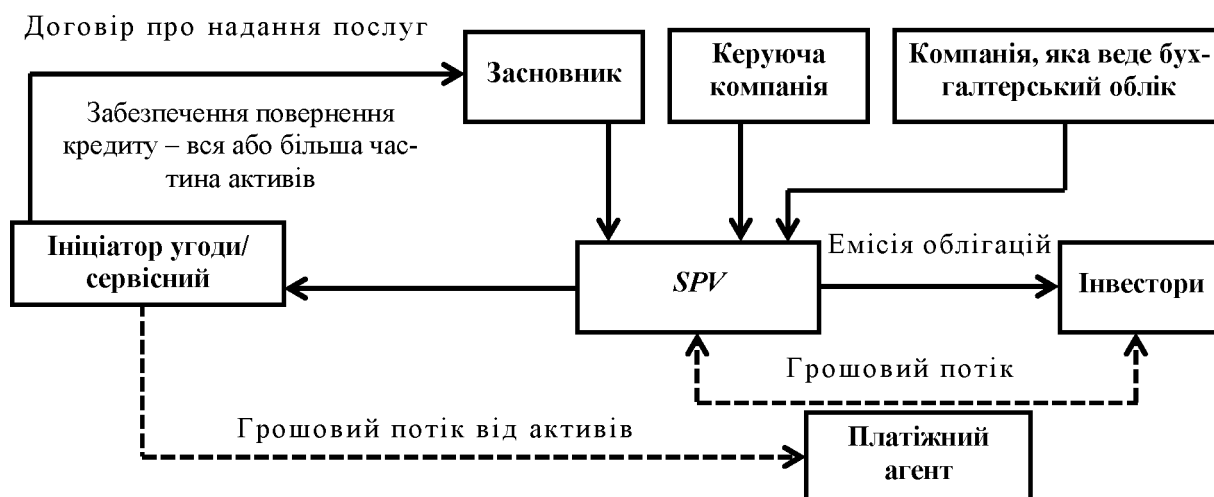


Рис. 8.12. Схема сек'юритизації бізнесу

Сек'юритизація іпотечних активів виконує певні функції (табл. 8.7), які у практичній діяльності називають «переваги сек'юритизації» (*securitization benefits*).

Для досягнення економічної ефективності сек'юритизації необхідно дотримуватися таких *основних принципів*:

- відокремлення активів – передбачає наявність можливості юридичного відокремлення активів, що сек'юритизуються, від основних активів на балансі банківської установи;

- достатності обсягів та однорідності пулу активів – означає, що сек'юритизовані активи мають бути однорідними (за видом, терміном обігу тощо) та формуватись у пул на суму не менше 100 млн дол. Дотримання цього принципу важливе для отримання економічного ефекту від проведення сек'юритизації іпотечних активів з урахуванням витрат на її здійснення за рахунок масштабу угоди.

- законодавчої регламентації та податкової нейтральності сек'юритизації іпотечних активів. Цей принцип означає необхід-

ність законодавчого регулювання відносин її учасників, що забезпечить уникнення юридичних спорів та підвищить надійність угоди. Проте сек'юритизація не повинна містити в собі податкове навантаження на її учасників;

– субординації платежів – передбачає так звану «систему старшинства» платежів, за якою менш привілейовані цінні папери є забезпеченням для більш привілейованих (тобто вищого класу). Це дає можливість розподілити фінансові потоки від пулу активів між класами цінних паперів за рівнем дохідності, ступенем ризику та терміном погашення.

Таблиця 8.7

Функції сек'юритизації іпотечних активів

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

Виконання функцій та дотримання принципів сек'юритизації дозволяє досягти економічної ефективності від її здійснення і надає банкам такі конкурентні переваги на ринку:

1) підвищення ліквідності та покращення структури балансу за рахунок списання з балансу сек'юритизованих активів, які здебільшого є довгостроковими та низьколіквідними;

2) диверсифікація джерел фінансування;

3) зниження рівня ризику портфеля активів за рахунок переведення ризиків на широке коло інвесторів – власників цінних паперів, випущених на основі сек'юритизації цього портфеля активів;

4) зниження витрат, що пов'язані з формуванням обов'язкових резервів за виданими кредитами (зокрема, простроченими);

5) зниження вартості залученого фінансування (за рахунок того, що кредитний рейтинг сек'юритизаційних цінних паперів може бути вищим за рейтинг емітента);

6) розширення кола інвесторів за допомогою виходу на міжнародні грошові ринки;

7) покращення фінансово-економічних показників (рентабельності основного капіталу, ліквідності, боргового навантаження тощо);

8) отримання прибутку від кредитного (лізингового) портфеля у вигляді маржі між середньою ставкою розміщення кредитного (лізингового) портфеля і нижчою ставкою відсотка за цінними паперами, що випущені на основі сек'юритизації цього портфеля;

9) підвищення конкурентоспроможності через більш ефективно залучення капіталу порівняно з іншими фінансовими установами.

Процес сек'юритизації іпотечних активів є надто складним та багатоаспектним. Кількість і види сторін, які беруть участь у проведенні сек'юритизації іпотечних активів (табл. 8.8), залежать від розміру та складності угоди, правових та адміністративних умов, характеристики пулу активів. В окремих випадках можуть залучатися інші учасники для виконання допоміжних функцій.

Наведена на рис. 8.13 систематизація учасників сек'юритизації іпотечних активів демонструє її інноваційний характер.

Учасники сек'юритизації іпотечних активів

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

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

Рис. 8.13. Етапи та учасники сек'юритизації іпотечних активів

Підготовка угоди з традиційної сек'юритизації іпотечних активів займає близько 15 тижнів та включає багато різних заходів. Це дозволяє проводити унікальні операції та досягнути максимального економічного ефекту для банківських установ, проте зумовлює виникнення певних ризиків (табл. 8.9).

Усі ризики, що характерні сек'юритизації іпотечних активів, становлять загрозу регулярному надходженню коштів від позичальників до інвесторів. Тому для їх мінімізації використовуються різні способи кредитної підтримки. Їх розрізняють за такими критеріями: 1) видом ризиків, що покриваються; 2) обсягом забезпечення (ступенем підвищення надійності); 3) категорією осіб, які беруть на себе ризик.

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

Класифікація ризиків сек'юритизації іпотечних активів

Критерій	Група ризиків	Ризики
Рівень впливу	Макрорівень	Ризики, що загрожують національній фінансовій системі
	Мезорівень	Ризики, що загрожують кластеру фінансових інститутів та оригінаторам
	Мікрорівень	Ризики, пов'язані з окремо взятою операцією за сек'юритизацією активів
Галузь	Фінансовий сектор	Ризики сек'юритизації іпотечних активів (банків, інвестиційних компаній, лізингових компаній, хеджевих фондів, страхових компаній тощо)
	Реальний сектор	Ризики сек'юритизації представників реального сектору економіки (нефінансових активів)
Ступінь дії	Стандартні	Ризики невиконання, розраховані на основі історичних даних про кількість невиконаних позичальниками зобов'язань
	Надзвичайні	Ризики багаторазового перевищення історичної частоти дефолтів
	Залишкові	Ризики, які значно перевищують стандартні і надзвичайні
Механізм актуалізації	Пов'язані з діями учасників	Ризики, які пов'язані з неналежним виконанням зобов'язань (ризики, пов'язані з можливістю «відведення» активів, наданих для забезпечення іпотечних цінних паперів; ризик відмивання, пов'язаний з відсутністю з боку цієї юридичної особи, яка не має свого персоналу, належного контролю за розпорядженням грошовими коштами, що надходять за пулом іпотечних кредитів) Ризики, пов'язані з невиконанням зобов'язань (ризики неплатежів за значною часткою активів)
	Пов'язані з обставинами	Ризики, пов'язані з людською діяльністю, але не залежать від волі сторін, які беруть участь у сек'юритизації активів
Сфера походження	Фінансові	Ризик дострокового погашення; ризик реінвестування; ризик ліквідності; процентний ризик; ризик зниження вартості нерухомості
	Правові	Суперечності, що містяться в законодавстві; відсутність законодавчих норм з регулювання відносин учасників
Вид сек'юритизації	Ризики синтетичної сек'юритизації	Ризики невиконання зобов'язань за деривативами
	Ризики класичної сек'юритизації	Інші ризики

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

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

- додаткові гарантії та/або страховки;
- страхове покриття облігацій – зобов'язання страхової компанії покрити 100 % усіх видів втрат за облігаціями незалежно від причини таких втрат;
- акредитив – зобов'язання сторонньої фінансової організації (банку) виплатити частину або повністю основну суму боргу і відсотки у разі дефолту емітента;
- рахунки грошового забезпечення. Під час їх використання оригіратор отримує кредит у банку та розміщує отримані кошти (зазвичай через той самий банк) у високонадійних короткострокових фінансових інструментах.

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

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

Субординація припускає розміщення в межах одного випуску забезпечених цінних паперів декількох траншів цінних паперів,

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

Щодо України, то у табл. 8.10 наведено *SWOT*-аналіз міжнародних (транскордонних) угод сек'юритизації вітчизняних іпотечних активів. Як наочно видно, на сьогодні в Україні сек'юритизація іпотечних активів має досить багато ризиків. Але це не нівелює її фінансового потенціалу для використання вітчизняними банками. Для зменшення рівня ризику при сек'юритизації важливо ретельно проаналізувати фінансовий стан банку, сформувати пул активів і лише потім приймати рішення про доцільність чи недоцільність її здійснення. Для цього варто використовувати певний алгоритм вивчення іпотечних активів щодо наявності характеристик, достатніх для їхньої сек'юритизації (рис. 8.14).

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

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

- трансформація неліквідних активів у ліквідні (гроші);
- розподіл кредитного ризику між іншими учасниками фінансового ринку;
- покращення фінансових показників (спрощується структура балансу за рахунок скорочення кількості боржників);
- зменшення навантаження на власний капітал;
- дешевий метод рефінансування кредитів (завдяки високому забезпеченню позики сек'юритизованими активами, при цьо-

му первинний власник зберігає можливість використовувати дохід від сек'юритизованих активів);

- додатковий сегмент на фінансовому ринку;
- можливість диверсифікації активів.

Таблиця 8.10

SWOT-аналіз міжнародних угод сек'юритизації українських іпотечних активів

Сильні сторони (<i>Strengths</i>)	Слабкі сторони (<i>Weaknesses</i>)
<ul style="list-style-type: none"> • трансформація неліквідних активів у ліквідні (гроші); • розподіл кредитного ризику між іншими учасниками фінансового ринку; • покращання фінансових показників; • зменшення навантаження на власний капітал; • додатковий сегмент на фінансовому ринку; • можливість диверсифікації активів; • висока якість стандартів андеррайтингу обслуговування іпотечних кредитів; • помірний рівень коефіцієнтів «кредит / застава» (<i>LTV</i>) і «платіж / дохід» (<i>PTI</i>) в іпотечних портфелях; • страхування життя і працездатності позичальника, предмета застави та титулу власності; • оцінка предмета застави незалежними оцінювачами; • наявність механізмів підвищення кредитної якості у структурах угод; • фінансово стійкі учасники трансакцій 	<ul style="list-style-type: none"> • невизначеність подальшого розвитку вітчизняного ринку нерухомості; • конвертація і транскордонні перекази; • невідповідність валюти кредиту та доходу позичальника (для кредитів в іноземній валюті); • кредитний ризик, брак історичних даних про дефолти і прострочену заборгованість; • ризик дострокового погашення; • імовірність надання державою позичальникам звільнення від боргу за іпотечним кредитом в умовах системної кризи; • ризик змішування активів; • ризик невизнання факту «дійсного продажу»; • ризик банкрутства (неспроможності) емітента; • ризик банкрутства (неспроможності) оригінатора / обслуговуючого агента; • процентний і валютний ризику
Можливості (<i>Opportunities</i>)	Загрози (<i>Threats</i>)
<ul style="list-style-type: none"> • двигун економічного розвитку; • зростання іноземних і внутрішніх інвестицій; • зниження інфляції; • джерело кредитування реального сектору економіки; • розвиток ринку цінних паперів; • підвищення капіталізації і ліквідності банківської системи 	<ul style="list-style-type: none"> • ризик політичної та економічної нестабільності; • недостатня незалежність юридичної системи; • ризик негативних змін в оподаткуванні; • відсутність судової практики – сек'юритизаційні структури нові для України і ще не були протестовані у судах

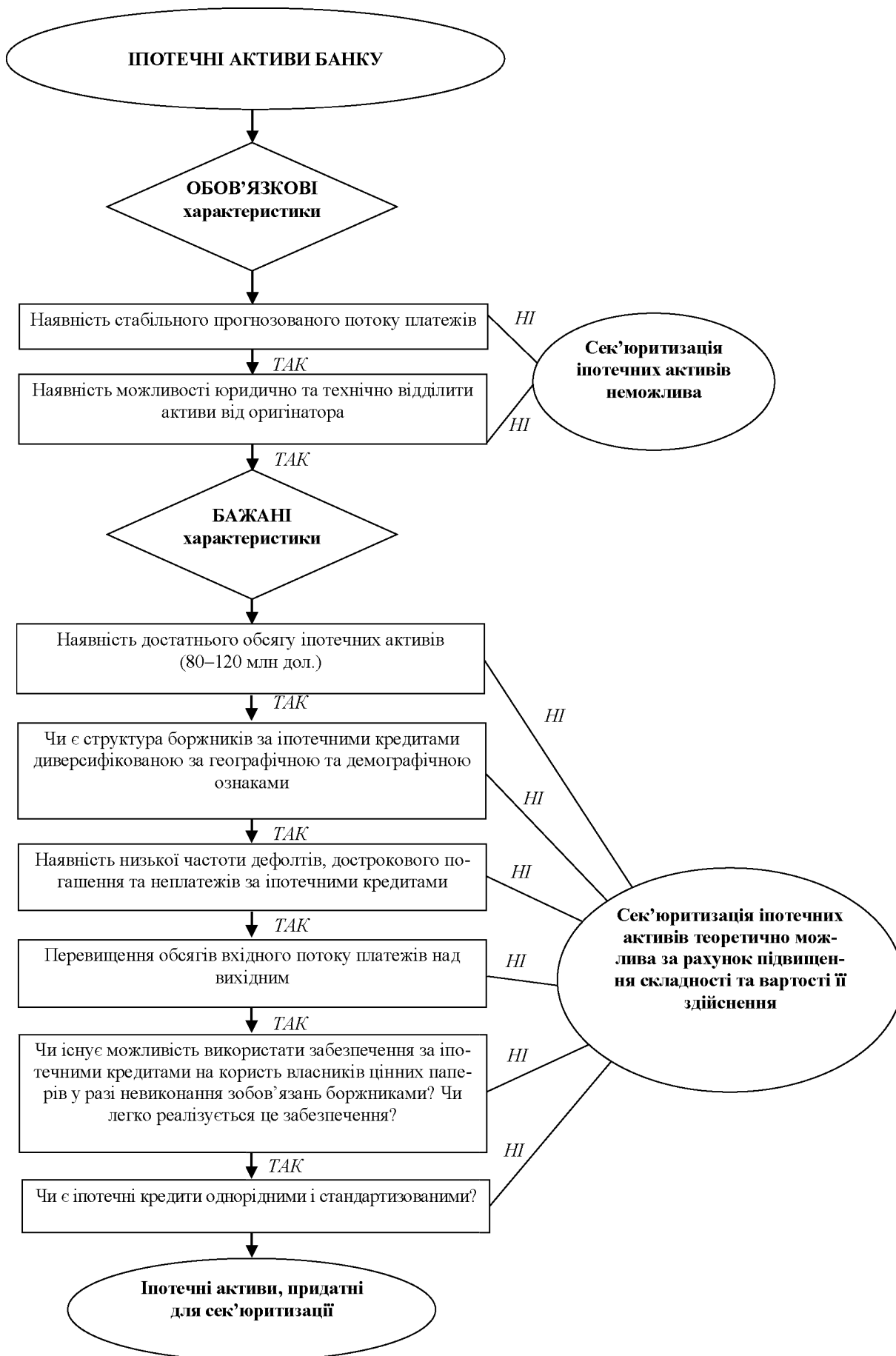


Рис. 8.14. Алгоритм вивчення іпотечних активів стосовно наявності характеристик, достатніх для їхньої сек'юритизації

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

Контрольні запитання

1. Які існують способи залучення коштів для фінансування іпотечних кредитів? Чим вони відрізняються?
2. Які форми властиві для випуску іпотечних цінних паперів через іпотечні банки?
3. У чому полягають національні особливості ощадно-кредитних установ, які засновані на залученні довгострокових цільових житлових вкладів населення?
4. Визначте сутність, переваги і недоліки первинного і вторинного іпотечного ринку.
5. Зробіть порівняльний аналіз «американської» і «європейської» моделей іпотечного кредитування.
6. Які чинники впливають на практичний розвиток та побудову системи іпотечного кредитування в окремо взятій країні?
7. Які елементи входять до системи іпотечного кредитування?
8. Охарактеризуйте іпотечні цінні папери первинного ринку.
9. Що включає в себе процедура іпотечного кредитування з використанням заставної?
10. Дайте характеристику способам рефінансування іпотечного кредиту з використанням заставної.
11. Дайте характеристику емісійним іпотечним цінним паперам.
12. Чим відрізняються іпотечні сертифікати з фіксованою дохідністю від іпотечних сертифікатів участі?
13. Що відрізняє іпотечні сертифікати від інших цінних паперів?
14. Яка система заходів, спрямованих на захист прав інвесторів, які вклали кошти в іпотечні сертифікати, запроваджена в Україні?

15. У чому полягає зміст сек'юритизації іпотечних кредитів як способу мобілізації фінансових ресурсів для довгострокового іпотечного кредитування?

16. Поясніть відмінність типової схеми сек'юритизації від технології забезпеченого позикового зобов'язання.

17. Назвіть ризики сек'юритизації іпотечних активів за сферою походження?

18. Які конкурентні переваги можуть отримати банківські установи від здійснення сек'юритизації іпотечних активів?

19. У чому відмінність класичної та синтетичної сек'юритизації іпотечних активів?

20. Які використовують способи мінімізації ризиків сек'юритизації іпотечних активів?

Тести

1. Іпотечний ринок поділяється на:

- а) первинний і вторинний;
- б) відкритий і закритий;
- в) *upward* та *downward*;
- г) субординований і несубординований.

2. На вторинному іпотечному ринку відбувається:

- а) продаж вже наданих кредитів кінцевим інвесторам;
- б) рефінансування;
- в) санація;
- г) субординація платежів.

3. До переліку операцій універсальних банків НЕ відносять:

- а) надання кредитів юридичним і фізичним особам;
- б) інвестиції у різноманітні фінансові інструменти;
- в) інвестиції у нерухомість;
- г) страхування.

4. Контрактні житлові заощадження – це:

- а) забезпечення житлових кредитів за рахунок довгострокових цільових (житлових) вкладів населення;

- б) механізм збереження вартості іпотечного активу;
- в) механізм санації;
- г) деривативи.

5. *Заставна засвідчує:*

- а) безумовне виконання основних зобов'язань;
- б) варіативне виконання основних зобов'язань;
- в) необов'язкове виконання основних зобов'язань;
- г) наміри укласти угоду.

6. *Способом рефінансування заставної є:*

- а) операції РЕПО;
- б) кредит;
- в) страхування заставної;
- г) субординація платежів.

7. *Видами іпотечних сертифікатів є:*

- а) участь та фіксована дохідність;
- б) рефінансування і дофінансування;
- в) страхування та андеррайтинг;
- г) консолідація платежів та пайова дохідність.

8. *Забезпеченням іпотечних облигацій можуть бути:*

- а) пул іпотечних кредитів;
- б) грошові кошти;
- в) цінні папери;
- г) усі відповіді правильні.

9. *Синтетична сек'юритизація іпотечних активів буває:*

- а) фондована і нефондована;
- б) класична і бізнесу;
- в) пайова та через іпотечного агента;
- г) балансова і позабалансова.

10. Що з наведеного нижче відносять до обов'язкових характеристик алгоритму відбору іпотечних активів для проведення сек'юритизації:

- а) наявність достатнього обсягу іпотечних активів;
- б) наявність низької частоти дефолтів, дострокового погашення та неплатежів за іпотечними кредитами;
- в) перевищення обсягів вхідного потоку платежів над вихідним;
- г) наявність можливості юридично та технічно відділити активи від оригіатора.

Список рекомендованих джерел

1. Александрова Н. В. Риски секьюритизации банковских активов и их снижение с помощью механизмов повышения надежности [Электронный ресурс] / Н. В. Александрова // Финансы и кредит. – 2007. – № 29 (269). – Режим доступа : <http://www.finizdat.ru/journal/fc/detail.php?ID=6536>.

2. Бер Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Бер Х. П. ; пер. с нем. [Ю. М. Алексеев, О. М. Иванов]. – М. : Волтерс Клувер, 2006. – 624 с.

3. Девідсон Е. Сек'юритизація іпотеки / Девідсон Е., Сандерс Е., Вольф Л-Л., Чинг А. – М. : Вершина, 2007. – 592 с.

4. Про іпотеку : Закон України : від 05.06.2003 № 898-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/898-15>.

5. Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати : Закон України : від 19.06.2003 № 979-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/979-15>.

6. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю : Закон України : від 19.06.2003 № 978-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/978-15>.

7. Разумова И. А. Ипотечное кредитование : учеб. пособ. / И. А. Разумова. – 2-е изд. – СПб. : Питер, 2009. – 304 с.
8. Рябокінь М. В. Сек'юритизація фінансових активів як інноваційна форма фінансування в Україні : дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси та кредит» / М. В. Рябокінь. – Ірпінь, 2016. – 269 с.
9. Рябокінь М. В. Аналіз процесу сек'юритизації фінансових активів / М. В. Рябокінь // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – Вип. 6 (96). – С. 223–228.
10. Тригуб О. В. Сек'юритизація іпотечних активів: світовий досвід та перспективи впровадження в Україні / О. В. Тригуб // Економіка та держава. – 2009. – № 1. – С. 27–34.
11. Buchanan B. G. Alternatives to Securitization. In: Securitization and the Global Economy / Buchanan B. G. – Palgrave Macmillan, New York, 2017. – 325 p.
12. Fuster A. Payment Size, Negative Equity, and Mortgage Default / A. Fuster A., P. S. Willen // American Economic Journal: Economic Policy. – 2017. – № 9 (4). – P. 167–171.
13. Horvath J. Mortgage Spreads, House Prices, and Business Cycles in Emerging Countries / J. Horvath, P. Rothman // SSRN Papers. – 2018. – P. 3–13.
14. Nakajimi M. Reverse Mortgage Loans: A Quantitative Analysis / M. Nakajimi, I. Telyukova / The journal of the American Finance Association. – 2017. – Vol. 72, Issue 2. – P. 911–950.

Навчальне видання

СЕРІЯ «ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ»

**Коваленко Юлія Михайлівна, Онишко Світлана Василівна,
Шевчук Олег Анатолійович, Ковернінська Юлія Вікторівна,
Новицький Віталій Андрійович, Багріновцева Людмила Миколаївна,
Рябокінь Марина Валеріївна**

ФІНАНСОВИЙ РИНОК

Підручник

У двох томах

Том 1

Відповідальний за випуск	<i>Д. Ф. Салахова</i>
Редактор	<i>Л. Б. Дьомена, Н. І. Грицюк</i>
Форматування та комп'ютерна верстка	<i>О. В. Лисенко</i>
Дизайн обкладинки	<i>М. Ю. Манишлін</i>

Здано до друку 28.11.2018. Формат 60×84/16.
Папір офсетний № 1. Гарнітура «Times New Roman».
Друк. арк. 25.5.

Тираж 300 примірників. Замовлення № 732.

*Підготовлено до друку Видавничо-поліграфічним центром
Університету ДФС України
08200, вул. Університетська, 31, м. Ірпінь, Київська область, Україна*

*Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до державного реєстру видавців, виготовлювачів і
розповсюджувачів видавничої продукції
Серія ДК № 5104 від 20.05.2016*