

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКА АКАДЕМІЯ НАРОДНОГО ГОСПОДАРСТВА**

На правах рукопису

КРАВЧУК ІГОР СВЯТОСЛАВОВИЧ

УДК 336.717

***Операції банків з цінними паперами та
перспективи їх розвитку***

Спеціальність 08.04.01 – Фінанси, грошовий обіг і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:

к.е.н., професор

ТИРКАЛО РОМАН ІВАНОВИЧ

ТЕРНОПІЛЬ – 2004

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ.....	3
ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. Місце та роль банківських установ на ринку цінних паперів.....	11
1.1. Економічний зміст та основні елементи ринку цінних паперів... 11	
1.2. Банки – специфічні фінансові інститути на ринку цінних паперів.....	33
Висновки до розділу 1.....	45
РОЗДІЛ 2. Банківські операції з цінними паперами, їх становлення та розвиток в Україні.....	46
2.1. Операції Центрального банку на ринку цінних паперів.....	46
2.2. Емісійна діяльність комерційних банків.....	63
2.3. Формування банками портфеля фінансових інвестицій.....	87
2.4. Інвестиційні послуги комерційних банків.....	111
Висновки до розділу 2.....	130
РОЗДІЛ 3. Основні напрями вдосконалення діяльності банків на ринку цінних паперів.....	133
3.1. Використання технічного аналізу і досягнень сучасної портфельної теорії при оцінці цінних паперів комерційними банками.....	133
3.2. Хеджування банківських ризиків з допомогою похідних фінансових інструментів.....	152
3.3. Перспективи використання сучасних методик управління портфелем цінних паперів.....	167
Висновки до розділу 3.....	184
ВИСНОВКИ.....	187
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	191
ДОДАТКИ.....	206

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ДДО – довгострокові державні облігації;

ДКЦПФР – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку;

ДЦП – державні цінні папери;

ЄБФСУ – Єдина біржова фондова система України;

КДО – короткострокові державні облігації;

МФС – Міжрегіональний фондний союз;

НБУ – Національний банк України;

ОВДП – облігації внутрішньої державної позики;

ПОВДП – процентні облігації внутрішньої державної позики;

ПФТС – Перша фондова торговельна система України;

РЦП – ринок цінних паперів;

СДО – середньострокові державні облігації;

ЦП – цінний папір;

ВСТУП

Трансформація економічних відносин в Україні передбачає створення ефективного та прозорого механізму акумуляції й перерозподілу фінансових ресурсів між суб'єктами економічної діяльності у відповідності до ринкових правил та законів. Одним з таких генеруючих та перерозподільчих каналів повинен стати фондовий ринок як невід'ємна складова забезпечення цілісності та узгодженості функціонування всіх елементів економічної системи держави.

Важливу роль у розбудові ринку цінних паперів відіграють банківські установи, які є його провідними інституційними учасниками. Здійснення операцій з цінними паперами сприяє диверсифікації банківської діяльності та посиленню конкуренції у фінансово-кредитній сфері. Саме наявність конкурентного середовища визначає розвиток інноваційних фінансових методів та технологій, що в сукупності з іншими заходами щодо побудови ринкової економіки в Україні, забезпечуватиме суспільний прогрес у державі. Все це зумовлює необхідність проведення глибокого наукового дослідження, спрямованого на конкретизацію місця та ролі банків на ринку цінних паперів і розробку напрямів вдосконалення банківських операцій з фінансовими інструментами.

Актуальність теми дослідження. На сучасному етапі ринкових перетворень в Україні операції банків з цінними паперами, в порівнянні із світовою практикою, здійснюються на недостатньому рівні. До того ж, переважно відбувається автоматичне перенесення західних методик щодо формування портфелів цінних паперів фінансовими інститутами на фондовому ринку без достатнього врахування українських реалій, що не завжди призводить до бажаного результату. Це ставить перед вітчизняною фінансовою наукою завдання, з одного боку, розробки власної методологічної бази для активізації операцій банків з цінними паперами, а з іншого – необхідність критичного переосмислення рекомендацій і висновків західних класичних концепцій інвестування та сучасних банківських технологій, які забезпечують провідну роль операцій з цінними паперами в діяльності фінансово-кредитних установ країн з ринковою економікою.

Дослідженню механізмів функціонування ринку цінних паперів та діяльності банків на цьому ринку присвячено ряд наукових праць, зокрема, фундаментальних досліджень (Г.Марковіц, Дж.Тобін, Дж.Сінкі, У.Шарп, І.Фішер, Ф.Фабоцци, Ф.Макколей) та робіт провідних зарубіжних вчених (П.С.Роуз, Р.Тьюлз, Ф.Мишкін, Д.Швагер, Р.Колбі, Т.Маєрс, Т.Адекенов, Я.Міркін, В.Галанов, В.Букато та ін.). Вивчення даної проблеми здійснюють і українські вчені-економісти – А.А.Пересада, Б.Л.Луців, О.М.Сохацька, Л.О.Примостка, А.В.Мертенс, Ю.М.Лисенков, О.М.Мозговий, О.В.Ромашко, М.Ф.Пуховкіна, О.Г.Мендрул, В.І.Ляшенко та ін.

Враховуючи значний світовий прогрес у розробці новітніх методів інвестування коштів, ряд питань, пов'язаних з діяльністю українських банків на ринку цінних паперів, є недостатньо вивченими вітчизняними фахівцями та потребують подальшого наукового дослідження. Зокрема, це стосується чіткого визначення ролі банківських установ у розбудові фондового ринку, впровадження сучасних методів управління портфелем цінних паперів, використання похідних фінансових інструментів для зменшення банківських ризиків, побудови національної депозитарної системи у відповідності до міжнародної практики, розвитку трастових операцій з цінними паперами тощо. Здійснення досліджень з цих питань є важливою умовою покращення діяльності банків на ринку цінних паперів.

Вказане свідчить про необхідність вивчення операцій банків з цінними паперами в контексті їх розвитку з метою повноцінної інтеграції банківської системи України в міжнародний ринок капіталу, що й зумовлює актуальність теми дисертаційного дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана як складова комплексної науково-дослідної теми “Грошово-кредитна система України в умовах ринкових перетворень в економіці” (державний реєстраційний номер 0101U005698), яка розробляється колективом кафедри банківської справи Тернопільської академії народного господарства. Роль автора у виконанні цієї теми полягала в здійсненні розробок, направлених на вдосконалення банківських операцій з цінними паперами.

Мета і задачі дослідження. Метою дисертаційної роботи є всебічне вивчення проблем, пов'язаних з діяльністю українських банків на ринку цінних паперів, емпірична перевірка придатності західних методик здійснення фінансових інвестицій до вітчизняних умов, а також розробка практичних рекомендацій з розширення ролі цінних паперів у діяльності банківських установ.

Досягнення поставленої мети визначило постановку та розв'язання таких наукових та практичних завдань:

- дослідити економічний зміст ринку цінних паперів;
- визначити місце та роль банків на ринку цінних паперів, а також розмежувати вкладення банками коштів у цінні папери та інвестиційну банківську діяльність у цілому;
- обґрунтувати важливість операцій з цінними паперами при реалізації Національним банком України основних засад грошово-кредитної політики;
- визначити перспективи емісійної діяльності банківських установ, що стосуються цінних паперів;
- провести комплексний аналіз діючої практики проведення комерційними банками України операцій з цінними паперами;
- розробити напрями вдосконалення банківських операцій з цінними паперами (можливість використання технічного аналізу цінних паперів, досягнень сучасної портфельної теорії та методів активного й пасивного управління портфелем цінних паперів комерційними банками України, а також визначення ролі деривативів в управлінні банківськими ризиками).

Об'єктом дослідження є діяльність Національного банку та комерційних банків України на ринку цінних паперів.

Предметом дослідження є рух грошових потоків, що виникає в процесі діяльності банків на ринку цінних паперів України.

Методи дослідження. Теоретичну та методологічну основу роботи складають дослідження вітчизняних й іноземних вчених щодо функціонування ринку цінних паперів та операцій банків з інструментами цього ринку. У дисертації використано системний аналіз (для дослідження структури ринку цінних паперів України),

порівняльний аналіз (для співставлення дохідності від вкладень банками коштів в цінні папери з альтернативними напрямками вкладення капіталу), дисперсійний та регресійний аналіз (для перевірки придатності досягнень сучасної портфельної теорії щодо її застосування банками України при формуванні портфеля цінних паперів), методи статистичного аналізу (для проведення технічного аналізу цінних паперів).

Інформаційною базою дослідження є нормативно-правові акти України, періодичні та монографічні видання, статистична звітність Національного банку України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, комерційних банків, а також видання міжнародних фінансових організацій.

Наукова новизна одержаних результатів. В процесі роботи одержані такі суттєві наукові результати:

- ◆ отримало подальшого розвитку визначення структури ринку цінних паперів України, що виразилося в розширенні поняття цього ринку (включення до його складу ринку деривативів і частини товарного ринку, де здійснюють обіг товарні цінні папери) та конкретизовано склад і напрями розвитку діяльності учасників вітчизняного ринку цінних паперів;

- ◆ уточнено визначення сутності банківських вкладень у цінні папери (як фінансових інвестицій незалежно від терміну придбання) та обґрунтовано специфічні риси комерційних банків України в порівнянні з іншими фінансово-кредитними інститутами, що сприяють становленню банківських установ як провідних учасників ринку цінних паперів (універсальність діяльності, обсяг грошових ресурсів для інвестування в цінні папери та ін.);

- ◆ доведено переваги та ефективність операцій Національного банку України з цінними паперами в порівнянні з іншими монетарними інструментами в регулюванні грошово-кредитної системи (рефінансування комерційних банків через надання кредитів, встановлення норм обов'язкових резервів). Обґрунтовано необхідність введення нормативів регулювання вкладень комерційних банків України в облігації й деривативи для управління фінансовою стійкістю банківської системи, доцільність удосконалення Національним банком України

депозитарно-клірингової діяльності з метою збільшення швидкості та зменшення ризикованості розрахунків за операціями з державними облігаціями;

◆ запропоновано доповнити основні положення емісійної політики комерційного банку за рахунок включення до їх складу маркетингових процедур, що дозволять спрогнозувати попит на банківські цінні папери та визначити час виходу на ринок з емісією. Аргументовано необхідність запровадження й розвитку емісійних операцій банківських установ України шляхом випуску модифікованих облігацій, сек'юритизації активів та вперше доведено ефективність створення міжбанківського ринку депозитних сертифікатів в Україні;

◆ в результаті комплексної оцінки основних етапів фундаментального аналізу цінних паперів, що здійснюють вітчизняні комерційні банки, одержано висновки про доцільність доповнення цього типу аналізу оцінкою характеристик цінних паперів (дохідність, прибуток на одну акцію та ін.) і нефінансових даних про діяльність емітентів, а також обґрунтовано найбільш прийнятні, в умовах сучасного стану вітчизняного ринку цінних паперів, напрями розвитку інвестиційних банківських послуг (брокерські, трастові й депозитарні послуги, андеррайтинг).

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що вітчизняні банківські установи можуть їх використовувати для вдосконалення як власних, так і клієнтських операцій з цінними паперами. Комерційні банки України можуть застосовувати: 1) технічний аналіз та досягнення сучасної портфельної теорії при формуванні портфеля цінних паперів з метою прискорення прийняття рішень про купівлю-продаж цінних паперів у короткостроковому періоді, а також управління ризиком портфеля цінних паперів; 2) індексацію, імунізацію та інші методи управління банківським портфелем цінних паперів для підвищення ефективності менеджменту й моніторингу банківського портфеля цінних паперів тощо. Крім того, банки зможуть значно зменшити власні ризики за рахунок операцій з деривативами та підвищити свою роль у побудові ринку похідних цінних паперів.

Ряд рекомендацій, запропонованих у дослідженні, прийнято для впровадження комерційними банками України. Івано-Франківська філія АКБ “Укрсоцбанк” прийняла до впровадження у практичну діяльність пропозиції щодо побудови імунізованого портфеля цінних паперів на основі розрахунку середньозваженого строку до погашення (дюрації), розробки клієнтських інвестиційних портфелів та розширення спектру депозитарних послуг (довідка Івано-Франківської філії АКБ “Укрсоцбанк” №01-52 від 21.01.2003 р.). Тернопільська обласна дирекція АППБ “Аваль” впроваджує пропозиції щодо більш повного аналізу фінансового стану емітентів, а саме, вивчення якісних сторін діяльності підприємств та оцінки власне цінних паперів, а також рекомендації щодо ідентифікації та управління ризиками, пов’язаними з фондовими активами (довідка Тернопільської обласної дирекції АППБ “Аваль” №240 від 31.01.2003 р.). Основні теоретичні висновки та практичні рекомендації можуть бути впроваджені у навчальному процесі Тернопільської академії народного господарства, зокрема у навчальних дисциплінах: “Банківська операції”, “Гроші і кредит” та ін.

Особистий внесок здобувача. Теоретичні положення, висновки та наукові результати дослідження, що виносяться на захист, одержані автором самостійно. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, в дисертації використано лише ті положення, котрі є результатом особистих досліджень автора.

Апробація результатів дисертації. Основні результати дисертації обговорювались і були схвально оцінені на чотирьох наукових та науково-практичних конференціях: Всеукраїнській науково-практичній конференції “Трансформація системи державного регулювання економіки на завершнні 20 століття” (Тернопіль, 2001); Міжнародній науковій конференції студентів та молодих учених “Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання” (Донецьк, 2002); Міжнародній науково-теоретичній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених “Соціально-економічні, політичні та культурні оцінки і прогнози на рубежі двох тисячоліть (Тернопіль, 2003); Міжнародній науковій конференції “Розвиток підприємницької діяльності на Україні: історія та сьогодення (Тернопіль, 2003).

Наукові публікації. За результатами дослідження опубліковано 8 наукових праць (з них 6 опубліковано у наукових фахових виданнях). Загальний обсяг публікацій становить 2,95 д.а.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Загальний обсяг дисертації складає 189 сторінок комп'ютерного тексту, у тому числі 35 таблиць, 33 рисунки та 13 додатків на 14 сторінках. Список використаних джерел містить 187 найменувань.

РОЗДІЛ 1

МІСЦЕ ТА РОЛЬ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1. Економічний зміст та основні елементи ринку цінних паперів

У ринковій моделі розвитку національної економіки важливу роль відіграє ринок цінних паперів (РЦП) як необхідний сегмент економічної системи держави. На основі відносин, що виникають на цьому ринку, здійснюється трансформація грошового капіталу в цінні папери (ЦП), які на сучасному етапі стають одним із головних способів залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарської діяльності. Ознакою для відокремлення РЦП як окремої складової економічної системи є опосередкування відносин між суб'єктами ринку з допомогою ЦП.

Для розкриття економічного змісту РЦП України доцільним, в першу чергу, є визначення місця цього ринку в системі фінансового ринку.

Для здійснення поділу фінансового ринку на певні сектори необхідно враховувати, що будь-яка класифікація є досить умовною і все залежить від того, якій ознаці віддається перевага.

Більшість дослідників, зокрема Я.М.Міркін, В.І.Ляшенко, Ф.С.Мишкін, вважають, що фінансовий ринок складається з грошового ринку та ринку капіталів. При цьому враховується часова ознака. На грошовому ринку здійснюється в основному короткострокові (від одного дня до одного року) депозитно-позичкові операції, що обслуговують головним чином рух оборотного капіталу фірм, короткострокових ресурсів банків, установ, держави та приватних осіб. Основними інструментами цього сегмента фінансового ринку є векселі, депозитні сертифікати, банківські акцепти. Грошовий ринок складається з :

- 1) облікового ринку — частини грошового ринку, де короткострокові грошові кошти перерозподіляються між кредитними інститутами шляхом купівлі-продажу векселів і ЦП з терміном погашення менше року;

- 2) міжбанківського ринку, де тимчасово вільні грошові ресурси кредитних установ залучаються і розміщуються банками між собою переважно в формі міжбанківських депозитів на короткі терміни;
- 3) валютного ринку, на якому встановлюються правові та економічні взаємовідносини між покупцями та продавцями валют [69, с.16].

Ринок капіталів – це сегмент фінансового ринку, на якому продають та купують довгострокові кредитні ресурси, а також ЦП з тривалістю обертання більшою за рік. Функціонування цього ринку дає змогу суб'єктам господарської діяльності залучити фінансові ресурси для реалізації, насамперед, власних інвестиційних проектів.

Для більш повного визначення складу РЦП поділ фінансового ринку на грошовий та ринок капіталів можна доповнити ознакою порядку обігу фінансових інструментів (рис. 1.1).

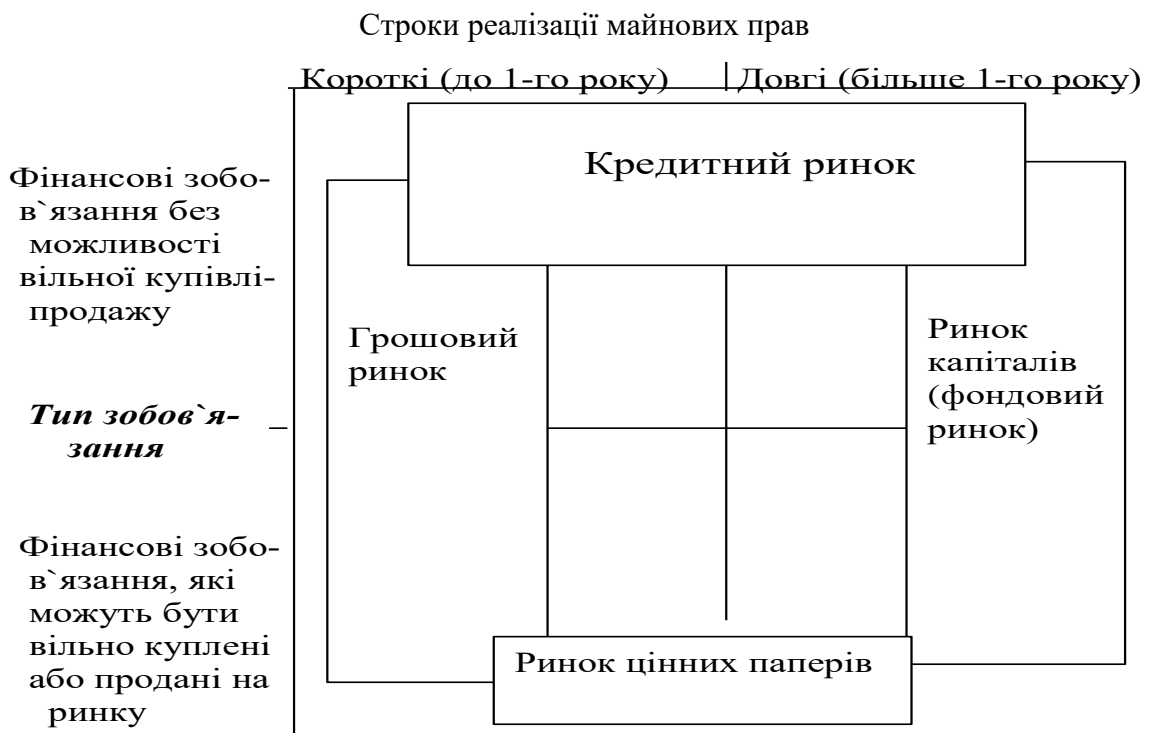


Рис.1.1. Структура фінансового ринку [112, с.45]

На основі наведеного підходу до класифікації фінансового ринку можна визначити, що ринок цінних паперів включає частину грошового ринку, а саме, обіг ЦП з терміном дії до одного року (банківські акцепти, депозитні сертифікати,

короткострокові облігації), та частину ринку капіталів, на якому обертаються довгострокові ЦП терміном більше 1 року (акції, довгострокові облігації). При цьому, фінансові інструменти РЦП мають можливість вільного обігу, що відрізняє його від кредитного ринку.

Проте РЦП містить і інші складові, а саме:

1) частину товарного ринку, на якому здійснюють обіг ЦП, що призначені для прискорення розрахунків в процесі товарних відносин між суб'єктами економіки (складські свідоцтва, коносаменти);

2) ринок цінних паперів другого порядку (деривативів), який включає інструменти як фінансового ринку (деривативи, де базовими активами є валюта, відсоткові ставки та цінні папери першого порядку), так і товарного ринку (деривативи, де в ролі базових активів виступають товарні ресурси). Деривативи належать до ЦП другого порядку, оскільки в їх основі можуть лежати ЦП грошового ринку та ринку капіталів.

Дані структурні елементи РЦП відокремлюють не всі дослідники, оскільки перелічені інструменти вони не вважають ЦП. На нашу думку, ці інструменти є ЦП, оскільки їх ознаки відповідають загальним характеристикам цінних паперів, а саме:

1. Цінний папір є безвідкличним свідоцтвом емітента про те, що він узяв на себе певні зобов'язання перед інвестором. Емітент не має права в односторонньому порядку, якщо це не обумовлено в договорі з інвестором, відкликати цінний папір, анулювати його, обміняти, відібрати і здійснювати інші дії на шкоду правам та інтересам інвестора.
2. Інвестор не повинен підтверджувати будь-якими іншими документами свої права, що випливають із самого факту володіння цінним папером.
3. Для передачі прав власності на цінний папір достатньо внести ім'я нового власника до реєстру акціонерів у реєстратора або депозитарія. За документарної форми випуску – передача цінного паперу здійснюється з допомогою індосаменту [118, с.27]. Як похідним, так і товарним цінним паперам притаманними є сформульовані ознаки.

Отже, РЦП є механізмом, який сприяє укладанню угод між суб'єктами економічних відносин при посередництві ЦП. Він включає певні сектори

фінансового ринку, ринок деривативів, а також частину товарного ринку, на яких здійснюють обіг ЦП.

Щодо основного призначення і функцій РЦП є різні погляди, хоча в певній мірі вони є взаємодоповнюючими. Визначення сутності та призначення фондового ринку потребує з'ясування його функцій. Б.В.Губін вважає, що ключовим завданням ринку цінних паперів є залучення інвестицій, які визначають можливості довгострокового економічного зростання [163, с.293]. Дещо конкретизує це твердження Б.І.Альохін, який основне призначення фондового ринку вбачає в забезпеченні більш повного переливу заощаджень в інвестиції за ціною, яка б влаштовувала обидві сторони [32, с.6].

В.І.Букато наводить дві функції фондового ринку: 1) забезпечення гнучкого міжгалузевого перерозподілу капіталів і мобілізації грошей населення з тим, щоб спрямувати їх на розвиток тих галузей, де може бути забезпечена вища економічна ефективність у випуску конкурентноздатної продукції та наданні послуг; 2) мобілізація тимчасово вільних коштів для забезпечення потреб держави та інших інститутів [46, с.82].

На нашу думку, найбільш вичерпно функції РЦП визначив В.А.Галанов, поділивши їх на дві групи – загальноринкові та специфічні [42, с.58-59].

Синтезувавши погляди В.А.Галанова та В.І.Букато, виділимо такі функції РЦП:

1) загальноринкові: комерційна (отримання прибутків від операцій на РЦП); цінова (наявність механізму визначення ринкових цін); інформаційна (учасники ринку отримують регулярну та особливу інформацію про емітентів, а також дані про котирування тих чи інших цінних паперів); регулююча (створення контролюючих органів, які встановлюють процедури та правила торгів, а також установ, що розглядають спори між учасниками);

2) специфічні, крім перелічених В.І.Букато, включають функцію страхування цінних та фінансових ризиків.

Реалізація цих функцій здійснюється через основні елементи ринку цінних паперів, а саме, через ЦП та суб`єкти ринку.

1.Цінні папери. Даний елемент є предметом торгівлі на фондовому ринку. На основі синтезу значної кількості дефініцій можна сформулювати, що ЦП є документами, які відображають відносини позики або участь їх власника в капіталі емітента, або право (зобов'язання) купити відповідний актив через певний період, з врахуванням того, що реалізація, закладених у них прав, неможлива без пред'явлення цих документів або без відповідного облікового запису в депозитарній системі.

Переважній більшості ЦП притаманні такі економічні характеристики: 1) ліквідність; 2) дохідність; 3) курс; 4) наявність самостійного обігу; 5) потенціал приросту курсової вартості [73, с.13-18].

Згідно Закону України “Про цінні папери та фондову біржу” в нашій державі передбачений обіг таких ЦП: 1) акцій; 2) облігацій внутрішніх та зовнішніх державних позик; 3) облігацій місцевих позик; 4) облігацій підприємств; 5) ощадних сертифікатів; 6) інвестиційних сертифікатів; 7) векселів; 8) приватизаційних паперів [9].

На нашу думку, даний перелік не відповідає сучасним економічним реаліям в Україні та потребує змін. Це викликано низкою причин.

По-перше, на вітчизняному РЦП емітуються та здійснюють обіг деривативи (рис. 1.2).

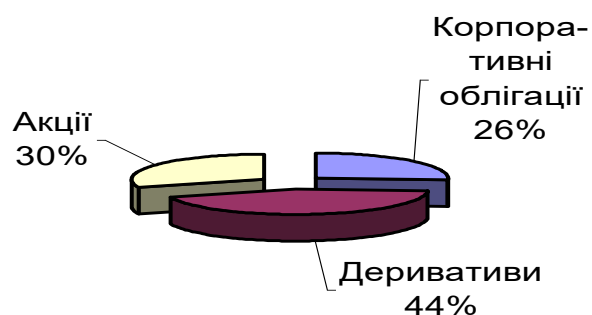


Рис.1.2. Розподіл обсягу торгів за видами цінних паперів на первинному ринку в Першій фондовій торговельній системі в 2002 році [136, с.5]

Так, обсяг продажу опціонів у 2002 р. склав 44 % від загальної суми торгів на первинному ринку в Першій фондовій торговельній системі (ПФТС), проте випуск

даних ЦП не передбачений законом “Про цінні папери та фондову біржу”. Наприклад, в Законі США “Про цінні папери” (1933 р.) до ЦП відносяться “подвійний опціон чи привілей, пов’язаний з будь-яким цінним папером, депозитним сертифікатом чи з групою цінних паперів, чи з цінними паперами, які ґрунтуються на індексних показниках чи вартісних індексах, чи будь-який опціон продавця, покупця, або привілей, отриманий на національній фондовій біржі і пов’язаний з іноземною валютою, чи будь-яку приналежність або участь, тимчасовий чи проміжний сертифікат, розписку, гарантію чи варант, чи право на підписку, чи право на придбання усього вище перерахованого” [129, с.22].

По-друге, не відображена в українському законодавстві можливість обігу депозитарних розписок. Ці фінансові інструменти — це сертифікати, що випускаються банком-депозитарієм, які засвідчують власність на певну кількість депозитарних акцій, які, в свою чергу, надають право власності на певну кількість цінних паперів іноземного приватного емітента, що зберігаються у кастодіальному банку держави, в якій емітент зареєстрований [105, с.2]. Включення депозитарних розписок до списку цінних паперів, що можуть здійснювати обіг в Україні, викликане потребою врегулювати порядок купівлі-продажу ЦП іноземних емітентів на вітчизняному фондовому ринку.

По-третє, в Законі України “Про цінні папери та фондову біржу” не передбачається обіг товарних ЦП. Для порівняння, §363 Торговельного кодексу Німеччини дає можливість суб’єктам підприємництва, для опосередкування відносин між покупцями та продавцями реальних товарів, випускати шість видів розрахункових ЦП: комерційний (купецький) наказ, комерційне (купецьке) зобов’язання, коносамент, складське свідоцтво, вантажне свідоцтво й поліс транспортного страхування, а в Росії виділяються такі види товарних ЦП як просте й подвійне складські свідоцтва та коносамент [125, с.10].

По-четверте, у зв’язку з прийняттям Законів України “Про іпотеку” та “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати”, необхідно доповнити Закон України “Про цінні папери та фондову

біржу” положенням, яке б визначало право обігу іпотечних ЦП (заставних та іпотечних сертифікатів) в Україні.

Враховуючи дані обставини, нами пропонується доповнити перелік існуючих ЦП, що можуть випускатися в Україні, а також об’єднати їх у групи в залежності від економічного змісту певного фінансового інструмента (рис. 1.3).

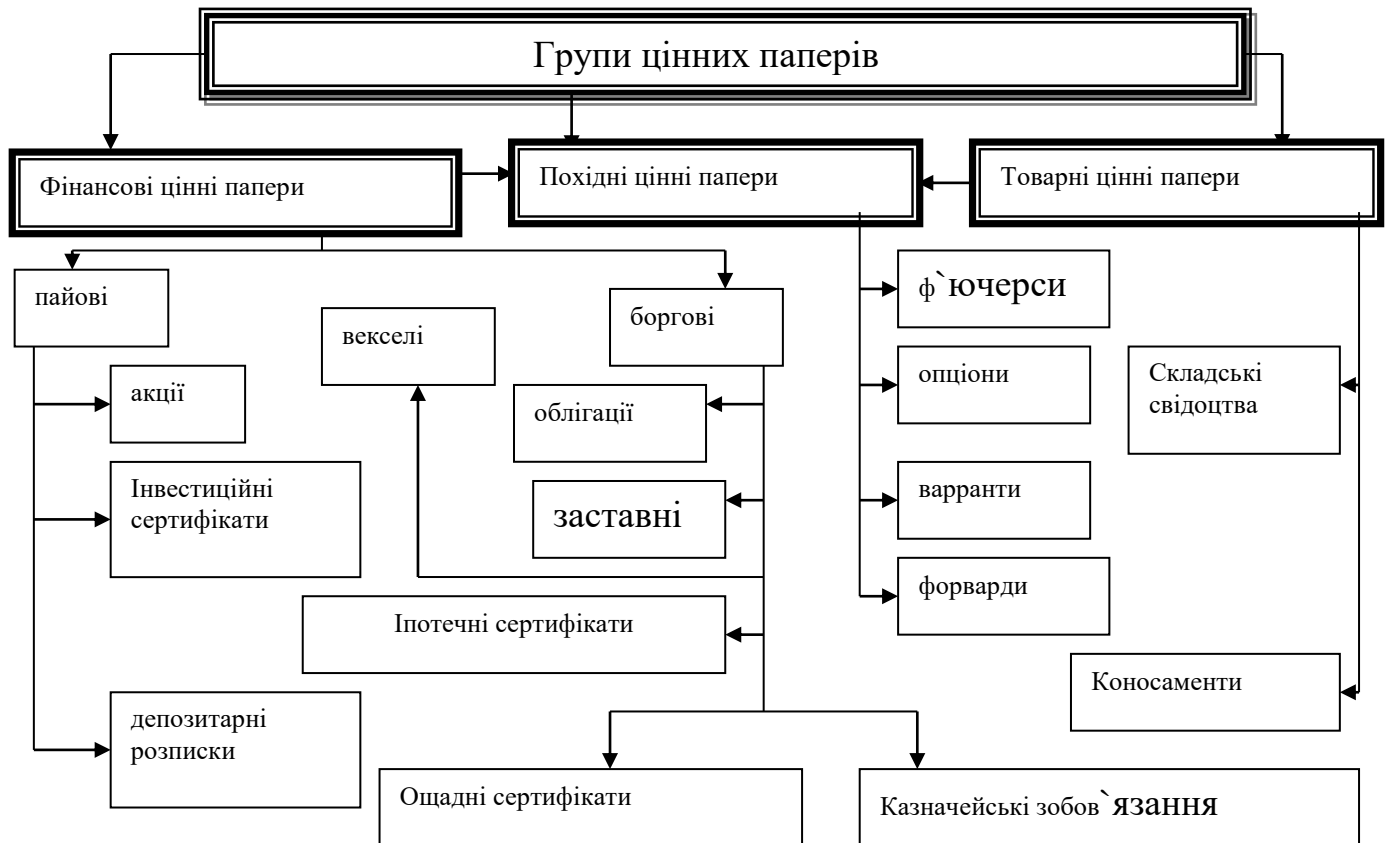


Рис.1.3. Класифікація цінних паперів за їх економічним змістом

Фінансові ЦП включають інструменти, що опосередковують відносини між суб'єктами фінансового ринку.

Пайові ЦП є інструментами, які надають їх власникам право на частку майна в капіталі емітента та передбачають можливість отримання поточних доходів в залежності, зазвичай, від фінансового результату емітента.

Боргові ЦП відображають відносини позики та передбачають сплату відсотків і повернення номіналу через певний проміжок часу. Основним видом боргових фінансових інструментів, що вільно обертаються на ринку, є облигації. Враховуючи

ймовірність непогашення вказаних ЦП емітентом, законодавчо необхідно врегулювати розподіл цих активів на забезпечені й незабезпечені, що суттєво зменшить ризики та збільшить попит на облігації. Вексель в Україні частково набув ознак товарного ЦП в правовому аспекті після прийняття Закону України “Про обіг векселів в Україні”, яким передбачено виключно товарний характер випуску даного фінансового інструмента [7, с.14].

Похідні ЦП (деривативи) містять в своїй основі базовий актив (валюту, товари, пайові або боргові цінні папери) і надають можливість його отримання через певний проміжок часу за ціною, яка фіксується при купівлі похідного інструмента.

Товарні ЦП випускаються для опосередкування відносин між покупцями та продавцями реальних товарних цінностей. Складські свідоцтва (засвідчують право власності на зерно) можуть здійснювати вільний обіг на ринку шляхом передачі права власності з допомогою індосаменту, а також дають можливість аграріям отримати кредит в банку під заставу цього інструмента. Особливістю товарних ЦП є майже відсутність їх обігу на організованому РЦП. Ці інструменти використовуються переважно для опосередкування розрахунків між контрагентами та для застави при кредитуванні.

Купівлю-продаж досліджених інструментів забезпечують суб`єкти РЦП.

2.Учасники ринку. Щодо визначення кола учасників фондового ринку існує дві точки зору. Одні вчені стверджують, що основними учасниками РЦП є емітенти, інвестори та фінансові посередники (А.А.Пересада, А.Г.Грязнова, В.М.Іванов) [131;41;69]. Інші автори до учасників відносять також суб`єктів, що обслуговують ринок, та органи, що його регулюють (О.Г. Мендрул, В.А.Галанов, В.І.Букато, Е. Найман) [111;42;46;121].

На нашу думку, погляди другої групи авторів є більш точними, оскільки саме з допомогою учасників, що обслуговують ринок та з допомогою регуляторних органів, можливий прозорий механізм виконання угод щодо ЦП та нагляд за процесом торгівлі й її учасниками, що забезпечує ефективне функціонування РЦП. Разом з тим, нами пропонується здійснити розподіл учасників цього ринку в Україні на такі рівні:

1. Основний рівень:

- емітенти;
- інвестори;
- фінансові посередники.

2. Інфраструктурний рівень:

- депозитарні установи;
- організатори торгівлі.

3. Регуляторний рівень:

- органи державної влади;
- саморегулювні організації.

У ролі емітентів виступають держава, компанії різних форм власності та фінансово-кредитні установи, в тому числі банківські інститути. Основне завдання цих учасників ринку – це мобілізація фінансових ресурсів за допомогою випуску ЦП. В Україні обсяги випуску ЦП постійно зростають (табл.1.1).

Таблиця 1.1

Динаміка обсягу зареєстрованих випусків ЦП в Україні [137]

Дата	Обсяг зареєстрованих випусків ЦП, млрд. грн.	Темп приросту до попереднього року, %	Випуск акцій товариствами, які створюються шляхом заснування органом, уповноваженим управляти об'єктами державної власності та холдингових компаній, що створюються в результаті приватизації та корпоратизації, млрд. грн.	Темп приросту до попереднього року, %
станом на 1.01.2000 р.	31,68	-	Н/д	-
станом на 1.01.2001 р.	47,29	49,27	3,71	-
станом на 1.01.2002 р.	69,69	47,37	8,03	116,44
станом на 1.01.2003 р.	86,79	24,54	0,22	-97,26

Проте темп приросту обсягу випуску ЦП в Україні зменшився (за підсумками 2002 року лише 24,54 %, а в попередні роки – 47-49 %). Скорочення темпів приросту обсягу емісій поряд з іншими чинниками викликано зменшенням кількості випусків акцій товариствами, які створюються шляхом заснування органом, уповноваженим

управляти об'єктами державної власності та холдингових компаній, що створюються в результаті приватизації та корпоратизації (в 2002 році обсяг випуску цінних паперів вказаним способом зменшився на 97,26 %).

В майбутньому, на наш погляд, обсяги емісій ЦП в Україні будуть зростати (через необхідність розширення діяльності суб'єктами господарювання) за рахунок:

1) випуску корпоративних облігацій, в т.ч. комерційними банками, що викликано зміною порядку оподаткування емітентів;

2) первинного розміщення акцій емітентами, що перетворюватимуться із закритих акціонерних товариств на відкриті, а також новоствореними товариствами з метою реального залучення коштів;

3) емісії похідних фінансових інструментів після законодавчого врегулювання їх обігу.

Придбання емітованих ЦП здійснюють інвестори, які виступають постачальниками грошових ресурсів на фондовому ринку. Вони поділяються на:

1) інституційні (держава, корпоративні інститути та фінансово-кредитні установи, а саме, банки, інститути спільного інвестування, пенсійні фонди, страхові фірми тощо);

2) індивідуальні (фізичні особи та власники невеликих підприємств венчурного бізнесу).

Саме інвестори створюють попит на ЦП та вимагають гарантій збереження й приросту вкладеного капіталу, а також отримання поточних доходів від емітентів фінансових інструментів.

Розвиток РЦП в Україні з метою активізації процесів фінансового інвестування вимагає відповідного захисту вкладень інвесторів. Наприклад, у США прийнято Закон "Про захист інвесторів у цінні папери" (1970 р.), на основі якого була сформована Корпорація захисту інвесторів у цінні папери (Securities Investors Protection Corporation, SIPC). За своїм статусом установа є державною, однак фінансується повністю за рахунок коштів від операцій з ЦП. Сума покриття збитків клієнтів за рахунок коштів корпорації складає 500 тис. дол. США готівкою і цінними паперами, при виплаті не більше 100 тис. дол. США готівкою [158, с.401].

Прецедент створення подібної установи в Україні вже існує. У банківській сфері створено Фонд захисту вкладів фізичних осіб. Крім того, у 1998 р. був виданий Указ Президента України “Про Фонд захисту громадян-інвесторів на фондовому ринку”, але Верховна Рада України його відхилила. Згідно Указу компенсаційні виплати повинні були здійснюватись виключно громадянам-інвесторам, які уклали договори комісії з учасниками фонду, та розмір відшкодування не перевищував 100 неоподаткованих мінімумів [10, с.20]. На нашу думку, створення такої установи забезпечило б більшу довіру до ринку, що б збільшило приплив фінансових ресурсів, а, як наслідок, забезпечило зростання РЦП.

Іншими важливими учасниками фондового ринку є фінансові посередники, основна мета діяльності яких полягає в забезпеченні зв'язку між інвесторами та емітентами. До них належать:

1) брокери – посередники, які при укладанні договорів не приймають участі в угодах своїм капіталом;

2) дилери – посередники, які укладають угоди купівлі-продажу ЦП від свого імені і за свій рахунок шляхом публічного оголошення цін купівлі-продажу визначених ЦП з зобов'язанням їх купівлі-продажу за оголошеними цінами [168, с.17];

3) андеррайтери – посередники, які на основі договору з емітентом здійснюють первинне розміщення його цінних паперів.

Для забезпечення прозорості вітчизняного РЦП Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) повинна контролювати діяльність брокерів щодо чесного виконання ними доручень клієнтів. Для порівняння, Комісія з цінних паперів США (SEC) прийняла 18.02.2000 р. Правило “11 АС 1-5”, що передбачає обов'язкове подання додаткової звітності брокерами, і за рахунок цього уникнення конфлікту інтересів “брокер-клієнт” щодо відповідності ціни фінансового інструмента кращій ринковій ціні, за якою необхідно було здійснити угоду[175,с.17].

Разом з тим, ДКЦПФР слід підзаконними актами чітко врегулювати також діяльність дилерів (щодо їх прав і обов'язків за виставленими котируваннями на

купівлю й продаж ЦП) та андеррайтерів (щодо порядку правовідносин з емітентами в процесі первинного розміщення ЦП) на українському ринку, оскільки на даний час існують лише “Правила здійснення торговцями цінними паперами комерційної та комісійної діяльності по цінних паперах” (Наказ ДКЦПФР від 23.12.1996р. №331), які регулюють переважно тільки діяльність брокерів.

В ролі фінансових посередників функціонують і банківські установи. На українському фондовому ринку банківські інститути, які здійснюють діяльність в якості брокерів, дилерів, а також проводять організацію випуску ЦП для емітента (андеррайтинг), носять назву банків-торговців цінними паперами. До 2001р. спостерігалася тенденція переважання комерційних банків за обсягами торгів на вітчизняному РЦП у порівнянні з іншими торговцями цінними паперами (рис. 1.4). Проте надалі провідну роль відігравали торговці цінними паперами – у 2002 р. обсяг операцій банків з ЦП був більш ніж у 2 рази менший в порівнянні з торговцями цінними паперами. Це свідчить про ріст конкуренції на ринку посередницьких послуг та зменшення уваги банків до даних операцій. Тому банківським установам з метою збільшення частки на цьому сегменті РЦП доцільно здійснювати агресивну маркетингову політику та інші заходи щодо залучення більшої кількості клієнтів.

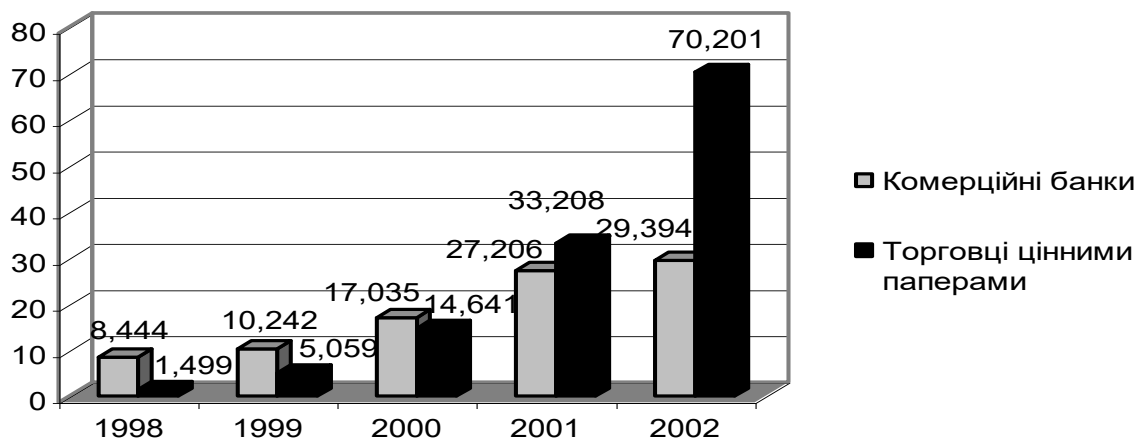


Рис.1.4. Динаміка обсягів торгівлі цінними паперами комерційних банків та торговців цінними паперами (млрд. грн.) [137]

До інфраструктурних учасників РЦП належать депозитарні установи та організатори торгівлі (біржі та позабіржові торговельні системи). Основне

призначення цих суб'єктів ринку – забезпечення ефективного та прозорого механізму здійснення переливу грошових коштів між основними учасниками.

Депозитарна система України складається з двох рівнів: 1) нижній рівень – зберігачі та реєстратори власників іменних ЦП; 2) верхній рівень – Національний депозитарій, депозитарії та клірингові депозитарії [6, с.130].

Щодо визначення складу депозитарної діяльності в українському законодавстві існують протиріччя. Закон України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів” до депозитарної діяльності відносить: 1) зберігання і обслуговування обігу ЦП на рахунках у ЦП та операцій емітента щодо випущених ним ЦП (в електронній формі); 2) кліринг та розрахунки за угодами щодо ЦП; 3) ведення реєстрів власників іменних ЦП (в документарній формі) [6, с.132]. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів” до професійної діяльності на РЦП відносить депозитарну діяльність (обслуговування лише обігу ЦП в електронній формі), розрахунково-клірингову діяльність та діяльність з ведення реєстру власників іменних ЦП (в документарній формі) [118, с.286-287]. Враховуючи вищенаведений склад національної депозитної системи, на наш погляд, в Законі України “Про державне регулювання ринку цінних паперів” термін “депозитарну діяльність” слід замінити на “діяльність зберігачів” та “діяльність депозитаріїв”, які разом з діяльністю з ведення реєстрів та розрахунково-кліринговою діяльністю складатимуть депозитарну діяльність в цілому.

Зберігачі здійснюють обслуговування обігу бездокументарних ЦП та проводять знерухомлення документарних фінансових інструментів в електронну форму. Переважно роль зберігачів виконують комерційні банки (рис. 1.5).

Так, частка банківських установ на вітчизняному ринку операцій зберігачів складає 63%. Дана ситуація підтверджує світову практику, де функції зберігачів виконують банківські інститути. Наприклад, ліцензію зберігача в Франції можуть отримати тільки кредитні заклади [55, с.5].

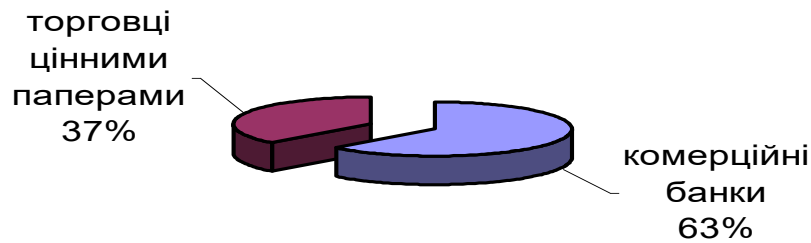


Рис.1.5. Структура зберігачів в Україні за підсумками 2002 року [137]

Реєстратори власників іменних ЦП здійснюють обслуговування руху документарних іменних ЦП (рис. 1.6).

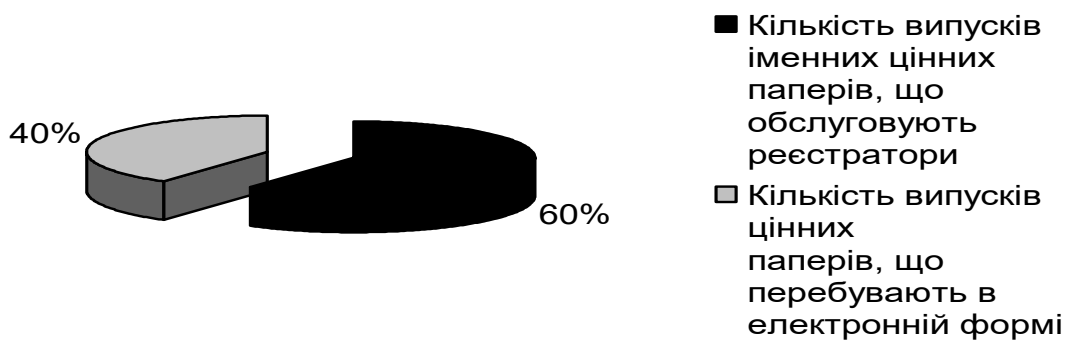


Рис.1.6. Структура цінних паперів за формою випуску, що здійснюють обіг в Україні станом на 1.01.2003 року [137]

Кількість випусків ЦП, що обслуговують реєстратори, тобто документарних цінних паперів складає 60% від загального обсягу ЦП в депозитарних установах. Значна частка реєстраторів в Україні викликана приватизаційними процесами – підприємства змінювали форму власності шляхом випуску іменних ЦП переважно в документарній формі.

На нашу думку, реєстраторський сегмент українського РЦП буде зменшуватись на користь зберігачів внаслідок наступних чинників: 1) зростання комп'ютерних інформаційних технологій; 2) перерозподілу та концентрації капіталу, що призведе

до зменшення дрібних інвесторів, які мають найбільшу частку документарних ЦП в результаті приватизації; 3) розширення лістингових списків організаційно-оформлених майданчиків торгівлі фінансовими інструментами (ЦП, щоб котируватись на організованому ринку, згідно вітчизняного законодавства повинні бути в електронній формі).

Необхідною складовою національної депозитарної системи є організація діяльності розрахунково-клірингових інститутів, основне призначення яких полягає в забезпеченні своєчасних розрахунків між покупцями та продавцями ЦП. Ці установи включають клірингові депозитарії та розрахункові банки.

Кліринг передбачає отримання, звірення та поточні оновлення інформації, підготовку бухгалтерських та облікових документів, необхідних для виконання угод щодо ЦП, визначення взаємних зобов'язань, що передбачає взаємозалік, забезпечення та гарантування розрахунків за угодами щодо ЦП [6, с.130].

На сучасному етапі розрахунково-клірингові операції в Україні знаходяться в зародковому стані. Основна проблема, що заважає розвитку депозитарно-клірингової діяльності, – це відсутність єдиного центрального депозитарію. На даний час функціонують Національний Депозитарій України (НДУ) та депозитарій “Міжрегіональний фондовий союз” (МФС). У 1999-2000 рр. компанія “Прайсвотерхаус Куперс” здійснювала проект технічної допомоги Агенції з міжнародного розвитку США (USAID) і Міжнародного Банку Реконструкції та Розвитку “Розвиток структури фондового ринку України” щодо створення в Україні клірингового депозитарію. Депозитарій МФС є єдиною установою, що здійснює депозитарні та клірингові операції на основі міжурядового українсько-американського Меморандуму про взаєморозуміння від 25 січня 1999 р., яким передбачена заборона виконання комерційних функцій Національному депозитарію України до 2010 року [138, с.23-24]. Основними учасниками інформаційної системи МФС, а водночас і її власниками, є комерційні банки.

Про ріст операцій, що здійснює “МФС”, свідчать такі дані: загальна номінальна вартість ЦП у бездокументарній формі, оформлених глобальними сертифікатами випуску, які депоновані у “МФС”, за станом на 01.01.2003 року становила майже

10,9 млрд. грн. [137], а станом на 1.11.2000 року – 4,65 млрд. грн. [34, с.18], тобто даний показник виріс більше, ніж у два рази.

Виходячи з наведеного аналізу, на наш погляд, об'єднання депозитаріїв слід здійснити саме на основі депозитарію МФС, який вже має розроблені схеми організації розрахунків за ЦП, а також відповідні програмні та апаратні засоби. Крім того, прискорить розвиток розрахунково-клірингової діяльності законодавче врегулювання місця банків в процесі розрахунків за ЦП.

Укладанню угод щодо ЦП сприяють організатори торгівлі. Головна мета їх діяльності полягає в створенні умов для проведення операцій купівлі-продажу ЦП за формалізованими, заздалегідь встановленими правилами укладання угод, мінімізації строків оформлення цих угод, скороченні часу проведення розрахунків за ними, а також зменшенні ризиків для інвесторів [142, с.8]. За підсумками торгів на організованому РЦП розраховуються фондові індекси, що допомагають інвесторам більш чітко визначити поточну тенденцію на ринку. Майже всі визначення фондового індексу зводяться до того, що це є: відношення усередненого (за деякою групою підприємств) значення вартості акцій, проданих за поточний день, до усередненого значення вартості акцій, проданих минулого дня, і цей індикатор дає стислу інформацію про ціни на ринку, що дозволяє зробити висновки про попит на ті чи інші цінні папери [48, с.6].

Важливим елементом РЦП, що забезпечує централізований та уніфікований порядок встановлення цін на фінансові інструменти, є біржа.

Основними ознаками класичної біржі є: 1) біржа – централізований ринок з фіксованим місцем торгівлі; 2) існування процедури відбору найкращих товарів (цінних паперів), що відповідають певним вимогам; 3) наявність процедури відбору найкращих операторів в якості членів біржі; 4) наявність тимчасового регламенту торгівлі цінними паперами і стандартних торгових процедур; 5) централізація реєстрації угод та розрахунків за ними; 6) встановлення офіційних біржових котирувань; 7) нагляд за членами біржі [114, с.413-414].

Крім бірж, торгівля ЦП здійснюється також на позабіржовому ринку, який ще називають дилерським. На ньому продавці публічно оголошують ціни купівлі та

продажу й покупці, яких такі ціни влаштовують, заявляють про свої наміри та купують ЦП. Співвідношення біржової та позабіржової торгівлі акціями, наприклад, у США складає 3 до 1, а в Японії, на Токійській фондовій біржі, зосереджено 94 % загального обсягу торгівлі акціями [114, с.125].

Позабіржовий ринок у світі на сучасному етапі набирає все більшої ваги. Цей процес, перш за все, пов'язаний з стрімким розвитком комп'ютерних та телекомунікаційних технологій. Конкурентами класичних бірж стали електронні торговельні системи (Electronic Communication Networks, ECN). Найбільш відомими ECN є: INSTINET, ISLAND, REDI, BLOOMBERG, BRUT [144, с.8-9].

Поряд з швидкими темпами розвитку Інтернету, широкій популярності ECN сприяли недоліки, які притаманні біржовому ринку. Основними серед них є: необхідність проходження процедури лістингу; конфлікт інтересів з брокерською компанією щодо найкращої ціни виконання угоди; можливість штучного завищення цін на ринку маркет-мейкерами та брокерами; значні комісійні за виконання доручень.

На противагу цьому ECN забезпечують виконання замовлень інвесторів за найкращими можливими цінами. Іншими перевагами ECN є анонімність, автоматизація, швидкість та якість виконання замовлень, низька вартість користування. Однак, ECN не позбавленні й окремих недоліків, головний з яких впливає із самої процедури торгівлі. Виконання угод здійснюється шляхом автоматичного зіставлення аналогічних пропозицій купівлі та продажу, що при низькій ліквідності акцій є проблематичним. На біржі пошук контрагентів для торгівлі такими ЦП здійснюють маркет-мейкери (перевага біржі). Біржа також забезпечує певний рівень контролю за станом ринку з метою уникнення маніпуляцій та зловживань. А тому такий швидкий процес розвитку електронної торгівлі в майбутньому може наштовхнутися на проблеми, пов'язані з нерегульованістю цього сегменту ринку.

На нашу думку, тенденція зростання ECN буде продовжуватись, але паралельно повинні здійснюватись заходи, спрямовані на певний контроль над ринком з метою уникнення глобальних потрясінь (оскільки мешканець в будь-якому куточку світу

має можливість через Інтернет, за посередництвом електронного брокера, стати учасником торгів, а, як наслідок, постраждати при дестабілізації).

Щодо вітчизняного РЦП, то торгівля здійснюється як на біржовому, так і на позабіржовому ринку. В Україні функціонує 8 організаторів торгівлі ЦП (табл.1.2).

Таблиця 1.2

Обсяги торгів на організованому РЦП України [137]

Організатори торгівлі	2000 р.	2001 р.	2002 р.
Київська міжнародна фондова біржа, млн.грн.	123,754	64,061	121,646
<i>Питома вага у загальному обсязі, %</i>	4,39	0,69	1,86
Донецька фондова біржа, млн.грн.	211,066	2,901	11,741
<i>Питома вага у загальному обсязі, %</i>	7,48	0,03	0,18
Придніпровська фондова біржа, млн.грн.	7,772	3,709	2,263
<i>Питома вага у загальному обсязі, %</i>	0,27	0,04	0,03
Українська міжбанківська валютна біржа, млн.грн.	774,859	2772,090	78,790
<i>Питома вага у загальному обсязі, %</i>	27,47	29,99	1,21
Українська міжнародна фондова біржа, млн.грн.	-	36,348	26,944
<i>Питома вага у загальному обсязі, %</i>	0,00	0,39	0,41
Українська фондова біржа, млн. грн.	233,256	72,251	16,875
<i>Питома вага у загальному обсязі, %</i>	8,27	0,78	0,26
Кримська фондова біржа, млн. грн.	4,325	4,728	4,216
<i>Питома вага у загальному обсязі, %</i>	0,15	0,05	0,06
Усього біржі, млн.грн.	1355,037	2956,087	262,475
<i>Питома вага у загальному обсязі, %</i>	48,04	31,99	4,02
Перша фондова торговельно-інформаційна система, млн.грн.	1463,031	6285,080	6272,972
<i>Питома вага у загальному обсязі, %</i>	51,87	68,01	95,97
Південно-українська торговельно-інформаційна система, млн.грн.	2,430	0,021	1,255
<i>Питома вага у загальному обсязі, %</i>	0,09	0,0002	0,02
Усього біржі і торгово-інформаційні системи, млн.грн.	2820,498	9241,188	6536,702

Як бачимо, в Україні спостерігається чітка тенденція зростання домінуючої ролі організованого позабіржового сектору РЦП. Так, найбільшим торговельним майданчиком є Перша фондова торговельна система (ПФТС), частка якої в загальному обсязі торгів на організованому ринку зросла з 51,87 % у 2000 році до 95,97 % у 2002 році. Така ситуація, обумовлена в першу чергу тим, що 100 % угод щодо державних та корпоративних облігацій укладалося в ПФТС [136;137]. На даному організаційно-оформленому ринку також розроблені найбільш прийнятні процедури торгівлі ЦП – ринок аукціонів (для первинного розміщення та реалізації великих пакетів ЦП), ринок котирувань (для вторинної торгівлі фінансовими

інструментами), торгівля державними цінними паперами (ДЦП) за принципом “ринку заявок”, DATEX (ринок заявок для дрібних інвесторів) [136, с.18-19].

Проте головна роль у торгівлі ЦП належить все ж таки “телефонному ринку” – 94 % від загального обсягу укладених угод на РЦП у 2002 році [137]. Тому доцільним є прийняття комплексу заходів з метою заохочення суб’єктів ринку для проведення операцій на організаційно-оформлених ринках. Цю проблему можна частково вирішити за рахунок інтеграції вітчизняних торгово-інформаційних систем та бірж в єдину організовану систему. Так, протягом останніх декількох років Українська фондова біржа виступає ініціатором створення Єдиної біржової фондової системи України (ЄБФСУ), і в 2001 р. її фахівці розробили проект Концепції створення та розвитку ЄБФСУ. Одним з головних її недоліків є створення ЄБФСУ на базі Української фондової біржі [120, с10-11]. Донецька фондова біржа запропонувала свої рекомендації та їх поетапне впровадження протягом 2001-2005 рр. Основна ідея – об’єднати всіх організаторів торгівлі в Україні, ліцензованих ринкових посередників та інститутів, що забезпечують грошові розрахунки, у ЄБФСУ та забезпечити можливість доступу до торгів будь-якого торговця ЦП, акредитованого хоча б на одній фондовій біржі, що є членом системи. А також створити єдину електронну торгово-інформаційну систему та телекомунікаційні мережі.

Наявність такого проекту є позитивним моментом в розвитку РЦП України. Його реалізація забезпечить створення конкурентноздатної системи, оскільки на даний час існує значна кількість організаційно-оформлених ринків, жоден з яких не може забезпечити ліквідні торги, і при малих обсягах угод така їх кількість є зайвою. Крім того, в світі існують глобальні тенденції до злиття бірж і позабіржових організаторів торгівлі та здійснюється трансформація класичних бірж шляхом створення ними системи електронних торгів (електронна система БЕСТ на Українській міжбанківській валютній біржі), що є основою побудови організованого позабіржового ринку. Наприклад, американська позабіржова торговельна система NASDAQ підписала угоду про взаємний лістинг з Гонконгською фондовою біржею [45, с.3]. У 2000 році відбувалися переговори про злиття Лондонської і Німецької

фондових бірж в єдину біржу iX (international exchange), та про наступне їх об'єднання з позабіржовою системою NASDAQ Europe [123, с.23]. Хоча переговори й були припинені, причина розірвання домовленостей полягала не у відсутності сумісності біржового та позабіржового сегментів організованого РЦП, а через зміну акціонерів Лондонської фондової біржі.

На нашу думку, основою для об'єднання організаторів торгівлі ЦП в Україні має стати ПФТС як найбільший організаційно-оформлений ринок, що має потужні апаратні та програмні комплекси для реалізації ідеї єдиної електронної торгово-інформаційної системи.

Разом з тим, діяльність як інфраструктурних, так і основних учасників РЦП потребує застосування регуляторних механізмів з метою уникнення маніпуляцій та зловживань.

Сферами регулювання РЦП є допуск ЦП до публічної торгівлі, розкриття інформації емітентами, функціонування організаторів торгівлі, регулювання діяльності професійних учасників ринку, реклама на РЦП, нагляд за купівлею-продажем фінансових активів інсайдерами тощо.

Існує два види державного регулювання фондового ринку: державно-правове та інституційно-правове. Державно-правове регулювання передбачає виконання функції моніторингу ринку державними органами, а інституційно-правове – регламентацію правил здійснення операцій з ЦП та контроль за ринком з боку професійних учасників, які об'єднуються у саморегулівні організації.

Реалізацію державних інтересів на РЦП України здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. При цьому, державне регулювання повинно базуватися на трьох основних цілях, що рекомендовані до використання комісіями з ЦП у всіх країнах світу: 1) захист інвесторів; 2) забезпечення функціонування справедливого, ефективного та прозорого ринку; 3) зменшення ризику [139, с.184].

Основними завданнями саморегулівних організацій, які представляють інституційно-правовий рівень регулювання РЦП, є встановлення правил, стандартів та вимог до здійснення діяльності з ЦП, норм та правил поведінки, вимог до професійної кваліфікації фахівців-членів саморегулівних організацій та здійснення

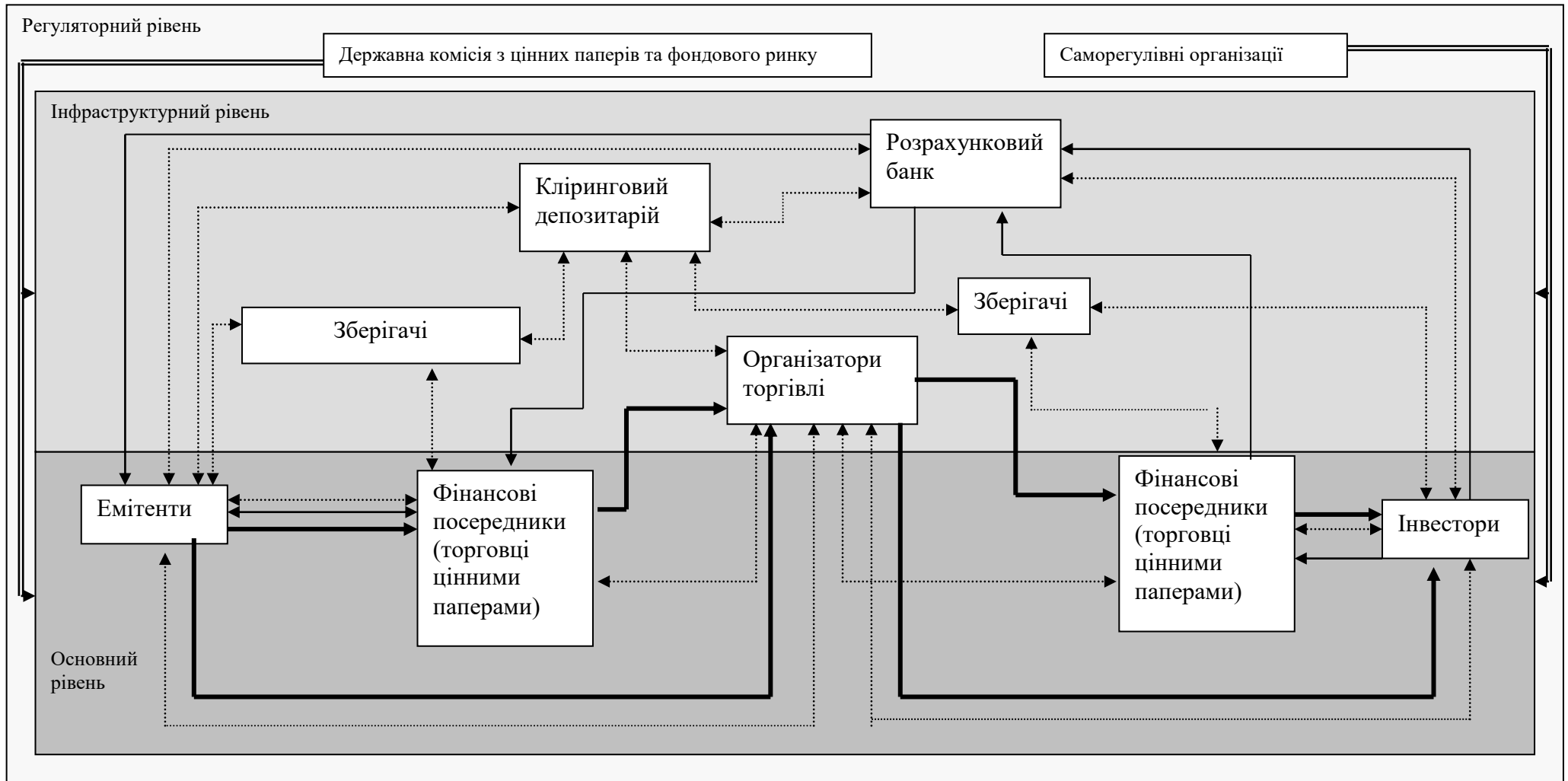
контролю за їх дотриманням членами організації; сприяння здійсненню професійної діяльності членами саморегульованої організації; розробка та здійснення заходів щодо захисту прав членів саморегульованої організації [137]. В Україні зареєстровано 11 саморегульованих організацій РЦП. На наш погляд, саморегульованою організацією на фондовому ринку доцільно стати й Асоціації українських банків (АУБ), яка б більш чітко та повно розробила стандарти діяльності комерційних банків на РЦП та слідувала за їх виконанням.

Разом з тим, на даний час саморегульовані організації ще не виконують свої обов'язки в повному обсязі, оскільки не здійснюється передача функцій державного контролю до саморегульованих організацій через відсутність механізму державного контролю за самими саморегульованими інститутами та відповідальності цих установ за невиконання отриманих функцій.

Всі учасники РЦП перебувають в нерозривному взаємозв'язку (див. рис. 1.7., с.32). Як бачимо, емітенти можуть продавати ЦП як самостійно, так і з допомогою фінансових посередників. Проте перед тим емітенти повинні забезпечити облік власних ЦП в депозитарії, що й підтверджує рух інформаційних документів між цими учасниками.

В свою чергу, інвестори можуть придбати ЦП також як самостійно (більшість інституційних інвесторів), так і з допомогою фінансових посередників. Після укладання угоди про купівлю-продаж ЦП організатор торгівлі надсилає інформацію для виконання поставки ЦП та переказу грошових коштів до депозитарію, який в свою чергу здійснює інформаційний зв'язок з депозитарними установами, в яких відкриті рахунки у ЦП учасників угод купівлі-продажу. Крім того, депозитарій надсилає повідомлення до розрахункового банку щодо проведення оплати за ЦП. Після отримання повідомлення від розрахункового банку інвестор здійснює оплату придбаних ЦП. В той же час на його рахунок у зберігача переводяться ЦП.

Фінансові посередники отримують грошову винагороду за допомогу в пошуку контрагента при торговельних операціях з ЦП, а організатори торгівлі – за створення сприятливих умов при відборі й купівлі-продажу ЦП та централізацію реєстрації угод і розрахунків за ними.




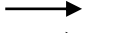


-  - рух цінних паперів;
-  - рух грошових коштів;
-  - рух інформаційних, платіжних та ін. супровідних документів;
-  - нормативне регулювання та нагляд.

Рис. 1.7. Взаємозв'язок учасників організованого ринку цінних паперів

Регуляторні органи здійснюють нагляд за діяльністю основних та інфраструктурних учасників ринку цінних паперів.

Всі суб'єкти РЦП складають єдине ціле — відсутність будь-якого з них призведе до неможливості ефективного функціонування ринку. Так, емітенти створюють попит на грошові ресурси та забезпечують пропозицію ЦП, інвестори є головними постачальниками тимчасово вільних фінансових ресурсів, фінансові посередники сприяють швидшому пошуку контрагентів та підтримують ліквідність ринку шляхом виставлення постійних двосторонніх котирувань за ЦП, депозитарно-клірингові установи здійснюють облік ЦП та створюють прозорий механізм з перерахування коштів і ЦП на рахунки покупців та продавців, організатори торгівлі забезпечують централізований механізм укладання угод.

Отже, РЦП є важливим механізмом генерування і перерозподілу фінансових ресурсів на основі використання у взаємовідносинах між його учасниками ЦП, що виступають об'єктом цивільно-правових угод. Даний ринок включає частину фінансового й товарного ринку, де здійснюють обіг ЦП, а також ринок деривативів.

Усі учасники ринку перебувають у тісному взаємозв'язку, забезпечуючи цілісну та узгоджену систему функціонування РЦП. В ролі універсальних учасників даного ринку (емітентів, інвесторів, торговців ЦП, депозитарних установ) виступають комерційні банки, діяльність яких разом з іншими суб'єктами ринку направлена на становлення ефективних ринкових відносин в Україні.

1.2. Банки – специфічні фінансові інститути на ринку цінних паперів

В більшості країн світового співтовариства провідним інституційним учасником РЦП є банки. В процесі функціонування банківських установ ЦП виступають важливим інструментом управління ліквідністю, дохідністю та ризиком банківських операцій.

Як відомо, банк – це кредитно-фінансова установа, що зосереджує тимчасово вільні кошти (грошові вклади), надає їх у строкове користування у формі кредитів та стає посередником у взаємних виплатах, включаючи випуск (емісію) нових грошей

[68, с.35]. Ці установи забезпечують виконання таких фундаментальних функцій: 1) посередництво у розрахунках; 2) депозитна функція; 3) кредитна функція. Перераховані функції в комплексі не притаманні іншим фінансовим інститутам, що робить банки унікальним суб'єктом господарської діяльності в своїй сфері. Забезпечуючи виконання основних функцій, банк зіштовхується з певними проблемами, розв'язати які можна в певній мірі й за рахунок діяльності на РЦП. Саме це є одним із спонукальних мотивів придбання ЦП банківськими установами. Для порівняння інші учасники ринку переслідують в більшості одну ціль. Зокрема, інститути спільного інвестування – прибуткове розміщення грошових ресурсів клієнтів у ЦП, пенсійні фонди – генерування коштів за рахунок доходів від ЦП для здійснення пенсійних виплат тощо.

Здійснюючи розрахункові операції, банк залучає значну частину короткострокових коштів, які є нестабільні та високомобільні. Вкладення даних ресурсів на довгий термін може призвести до труднощів з ліквідністю балансу, а тому банк змушений зберігати частину ресурсів в касі і на кореспондентському рахунку в Центральному банку й в інших комерційних банках. Такі вкладення не приносять доходів, а тому раціональніше буде їх використовувати, інвестуючи ресурси у ліквідні короткострокові ЦП, які в будь-який час можна перетворити на грошові кошти. Дані ЦП повинні мати такі ознаки: 1) активно обертатися на ринку з тим, щоб їх легко було реалізувати; 2) коливання цін на дані інструменти повинні бути мінімальні, щоб вони могли бути продані в будь-який момент без збитків; 3) незначний ризик непогашення емітентом, щоб його не брати до уваги [31, с.16]. До таких фінансових інструментів найкраще підходять державні боргові ЦП. Купуючи дані цінності, банк створює вторинний резерв ліквідності на відміну від первинного, який складають кошти в касі та на кореспондентських рахунках.

У практиці США до вторинних резервів відносяться: 1) депозити комерційних банків у Центральному банку, що носять назву “федеральні фонди”; 2) депозитні сертифікати інших банків (до 6-ти місяців); 3) комерційні папери (до 60-ти днів); 4) зобов'язання казначейства, а також короткострокові державні цінні папери [62, с.296].

Враховуючи обмеженість ліквідних ЦП на українському ринку, комерційні банки України можуть формувати вторинний резерв лише за рахунок короткострокових державних облігацій, які можна продати на вторинному ринку, а також отримати рефінансування від Національного банку України під заставу цих інструментів.

Найголовнішою функцією банків є кредитна. Надаючи позики суб'єктам підприємницької діяльності, банківські установи використовують, в основному, довгострокові ресурси, але акцентування уваги лише на цьому напрямку діяльності збільшує ризик непогашення кредитів, що особливо є актуальним для сучасного стану реального сектора в українській економіці. Тому банк вкладає частину своїх ресурсів у ЦП з метою диверсифікації активних операцій, зменшення ризику та забезпечення додаткових джерел доходу. Ці вкладення на довгий термін з метою отримання доходу утворюють так званий “буфер” між низькоризикованими інструментами вторинного резерву та високоризикованими кредитами.

Інвестування коштів в ЦП має певні відмінності в порівнянні з кредитними операціями, що, в першу чергу, викликано неможливістю активно впливати на діяльність емітента, окрім випадку володіння контрольним пакетом акцій. Надання ж кредиту – це процес активної взаємодії позичальника та кредитора, за якої банк має можливість контролювати ефективність використання позичених коштів. Разом з тим, інвестиційні операції мають ряд переваг: 1) зменшення ризиків за рахунок збільшення спектру операцій; 2) використання методу географічної диверсифікації; 3) розширення джерел генерування доходів; 4) вища ліквідність, ніж у кредитних операцій, через можливість продажу ЦП у будь-який момент на фондовому ринку; 5) посилення впливу на клієнтів, коли банк володіє значним пакетом акцій емітента; 6) збільшення клієнтської бази в зв'язку з наданням ширшого спектру послуг, що стосуються операцій з ЦП.

Крім того, універсальність діяльності, а саме, відсутність законодавчого розмежування банківської діяльності на комерційну (залучення депозитів та видача кредитів) та інвестиційну (операції з ЦП), є важливою специфічною рисою банків у порівнянні з іншими учасниками РЦП. Поєднувати ці операції, окрім банків, не має

можливості жодна фінансово-кредитна установа. Така ситуація обумовлена світовими тенденціями зміни організації РЦП.

На сучасному етапі можна виділити такі моделі фондового ринку:

1) банківська (німецька) – це така модель, при якій банки є найголовнішими учасниками РЦП. Вони мають можливість вкладати грошові ресурси як в державні цінні папери (ДЦП), так і в акції. Банки володіють значними пакетами акцій промислових компаній і мають вплив на керівні органи підприємств при виробленні ними як стратегічних, так і тактичних цілей діяльності.

2) змішана модель – характеризується присутністю на ринку акцій як банківських, так і парабанківських установ.

Крім того, існувала небанківська (англосаксонська) модель, яка була характерна в першу чергу для США. За цієї моделі комерційним банкам заборонено займатися операціями з ЦП, крім вкладень в державні фінансові інструменти та в депозитні сертифікати банків. В той же час, інвестиційним банкам, які є активними учасниками фондового ринку, заборонялося здійснювати прийом депозитів та кредитні операції. Таке розмежування було передбачене Законом Гласса-Стігола (1934 р.), який був прийнятий як результат аналізу причин Великої Депресії 1929-1933 рр. Комісією Пекори. Ця обставина сприяла створенню та швидкому розвитку інвестиційних банків, головна функція яких полягає в розміщенні власних та залучених коштів у ЦП. Вкладення в фінансові інструменти, за рахунок яких формується портфель ЦП, складають близько 70 % активів інвестиційного банку [62, с.307]. Крім того, вони займаються первинним розміщенням емісій ЦП, інвестиційним консультуванням, відкриттям маржинальних рахунків, виступають посередником при розміщенні ЦП на міжнародних фінансових ринках. Найбільшими інвестиційними банками США є Goldman Sachs, Merrill Lynch, Solomon Smith Barney, Morgan Stanley Dean Witter. Їх ринкові частки складають від 10 до 13 % [115, с.66-67].

Останнім часом структура доходів американських інвестиційних банків зазнала суттєвих змін. Вони почали субсидувати свій менш рентабельний бізнес за рахунок високоприбуткових операцій. Високий дохід, отриманий від андеррайтингу акцій та

від консультування компаній з питань злиття, субсидує низькодохідну торгівлю акціями. З облігаціями навпаки – доходи від трейдингу субсидують андеррайтинг. Інвестиційні банки почали більшу увагу концентрувати на наданні послуг з питань злиття компаній. Крім того, заради збільшення прибутків, вони почали здійснювати високоризикові так звані “блокові угоди” з акціями на прохання клієнтів, коли банк купує великий пакет акцій в одного інвестора, а потім через короткий проміжок часу продає його іншому інвестору.

У Великій Британії банки, що спеціалізуються на операціях з ЦП, називаються торговими банками (merchant banks).

Крім того, існують банкірські доми, засновані на сімейному пайовому капіталі, які також займаються операціями з ЦП. У XVIII-XIX ст. головною функцією банкірських домів Європи було розміщення ДЦП. Банкірські доми продовжують діяти в основному у США, Англії, Франції, Німеччині. В США найбільшим банкірським домом є Solomon Brothers, в Англії - Morgan Grenfell, в Франції - Ротшильд Фрер, в Німеччині – Опенгайм [62, с.314]. Даний тип фінансових установ в основному виконує роль посередників на фондовому ринку, консультантів корпорацій, а також інвесторів.

На даний час майже всі країни відмовились від заборони на операції з корпоративними фінансовими інструментами. Протягом 70-90-х рр. банкам безпосередньо (Велика Британія) або через дочірні компанії (Канада) було дозволено з певними обмеженнями купувати акції корпорацій та здійснювати андеррайтинг. У США в кінці листопада 1999 р. президент підписав Закон “Про модернізацію фінансових послуг”, яким фактично скасовано чинність Закону Гласса-Стігола.

Основними причинами відміни небанківської моделі організації РЦП у США були: 1) усвідомлено, що залучення банків в інвестиційний бізнес не призведе до суттєвого збільшення їх загального рівня ризиків; 2) стало очевидним, що американські комерційні банки втрачають свою конкурентоздатність як у порівнянні з іншими фінансовими інститутами, так і стосовно іноземних банків [31, с.29-30].

В Україні формується змішана модель РЦП, де поряд з небанківськими фінансовими інститутами, банківські установи мають право здійснювати операції як з державними, так і з корпоративними фінансовими інструментами. Вітчизняним комерційним банкам саме можливість використовувати кошти, отримані в процесі комерційної діяльності для інвестиційних операцій, сприяє становленню в якості провідних учасників РЦП.

Разом з тим, Законом України “Про банки і банківську діяльність” передбачено можливість функціонування в Україні інвестиційних банків. Проте, на нашу думку, створення такого типу фінансових установ в Україні не буде мати значних масштабів, оскільки комерційні банки можуть здійснювати на РЦП ті ж операції, що й інвестиційні банки. Останні лише мають можливість вкладати в акції більший відсоток регулятивного капіталу (до 90 %). В той же час, інвестиційні банки можуть залучати ресурси за рахунок депозитів фізичних осіб в обсязі не більше 5 % капіталу [1]. Спеціалізовані інвестиційні банки зможуть активно функціонувати в Україні лише у випадку зменшення величини обмеження щодо залучення вкладів фізичних осіб.

Іншою специфічною рисою українських комерційних банків, що дозволяють їм отримувати більші доходи на РЦП в порівнянні з іншими фінансово-кредитними інститутами, є спектр операцій, які здійснюють банківські установи з фінансовими інструментами.

Існує багато поглядів щодо класифікації банківських операцій з ЦП, сформульованих як вітчизняними (О.В.Васюренко, Ю.М.Лисенков, М.Ф.Пуховкіна), так і російськими вченими (Ю.І.Коробов, Я.М.Міркін, Г.С.Панова, Л.А.Дробозін). Узагальнення існуючих підходів дозволяє класифікувати операції банків з ЦП на власні та клієнтські (рис. 1.8).

Емісійні операції банківських установ здійснюються шляхом залучення грошових коштів з допомогою випуску ЦП (акції, облигації, депозитні сертифікати) для реалізації поставлених цілей.



Рис.1.8. Класифікація банківських операцій з ЦП

Формування власного портфеля ЦП призначене для управління ліквідністю, дохідністю та ризикованістю банківських операцій в цілому. Для більш повної характеристики цих операцій доцільно встановити різницю між інвестиційними операціями та вкладенням коштів у ЦП. Л.А.Примостка вважає, що інвестиційні операції включають як фінансові, так і реальні інвестиції. До операцій банків з ЦП відносить лише частину інвестиційних операцій, а саме, фінансові інвестиції (вкладення в ЦП зі строком обігу більше 1-го року) та вкладення в короткострокові фінансові інструменти, які не належать до інвестицій [135, с.118-120]. Натомість, В.Ф.Жуков [62] та В.Н.Сидоров [107] вважають інвестиційними лише операції з ЦП. Ще по-іншому трактує дані операції Г.С.Панова: “Інвестиційні операції комерційного банку – операції з інвестування своїх коштів у цінні папери та паї небанківських структур у цілях спільної господарсько-фінансової та комерційної

діяльності, а також розміщення у вигляді строкових вкладів в інших кредитних установах [61, с.437].

В українському законодавстві існують певні протиріччя при визначенні поняття “інвестиції”. Законом України “Про інвестиційну діяльність” визначено, що інвестиціями є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об’єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті яких створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект [2, с.3]. Положення (Стандарт) бухгалтерського обліку №2 “Баланс” трактує фінансові інвестиції як активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку (відсотків, дивідендів тощо), зростання вартості капіталу або інших вигод для інвестора [14, с.6-7]. Вони поділяються на довгострокові (більше 1-го року) та короткострокові (менше 1-го року). Тобто незалежно від терміну, вкладення у цінні папери є інвестиціями. Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами установ комерційних банків України виділяє ЦП на продаж (придбання на строк менше 1-го року) та ЦП на інвестиції (придбання на термін більше 1-го року), тобто відносячи до інвестицій вкладення в ЦП на строк більше 1-го року [11, с.9].

На нашу думку, з правової точки зору вкладення коштів у ЦП, незалежно від терміну володіння, є інвестиціями, тому розміщення банківських ресурсів у ЦП – це вкладення грошових коштів у ЦП незалежно від терміну придбання з метою отримання прямих і непрямих доходів. Прямими є доходи, отримані у вигляді дивідендів, відсотків та курсових різниць. Непрямі доходи – це здатність банку впливати на діяльність клієнтів через володіння контрольним пакетом емітованих ними акцій.

Крім того, ряд вчених (Л.А.Дробозіна, В.П.Поляков) [164;133] відносить до операцій з ЦП також надання позик під заставу даних фінансових інструментів. На нашу думку, цей вид діяльності носить кредитний характер і відповідає всім ознакам позичкових операцій, а тому не належить до операцій з ЦП.

Клієнтські операції передбачають проведення операцій на РЦП з метою задоволення потреб клієнтів та отримання відповідної винагороди.

Брокерська діяльність включає купівлю-продаж ЦП банківською установою на замовлення клієнтів і за їх рахунок. Для виконання даних операцій на організованому ринку банк повинен бути членом відповідної біржі або торгово-інформаційної системи.

Дилерські операції здійснюються шляхом придбання банківською установою ЦП на ринку за власний рахунок і на своє ім'я з метою перепродажу даних інструментів третім особам шляхом виставлення котирувань на купівлю та продаж.

Андеррайтингова діяльність передбачає посередницькі операції банків щодо первинного розміщення ЦП емітентів-клієнтів банку.

Брокерські, дилерські та андеррайтингові операції в цілому об'єднуються в діяльність банків на фондовому ринку як торговців ЦП.

Управління ЦП клієнтів включає формування портфеля ЦП клієнтам банку на довірчій основі.

Депозитарна діяльність банку полягає в зберіганні та обслуговуванні обігу ЦП як в документарній (банк як реєстратор ЦП), так і в електронній формі (банк як зберігач ЦП). Цей вид діяльності банки здійснюють шляхом формування відокремленого підрозділу з метою уникнення перетоку інформації у відділ, що займається торговельними операціями з ЦП.

Консультаційні послуги (банк як інвестиційний радник) включають продаж аналітичної інформації клієнтам банку, які потребують додаткових даних при здійсненні операцій з ЦП. Даний вид операцій, на нашу думку, теж слід розмежувати з торговельною діяльністю через можливість виникнення конфлікту інтересів між банком і клієнтами. У США на сучасному етапі нормативно визначено відокремлення консультаційних та трейдингових (торгових) підрозділів.

Характеристика складу банківських операцій з ЦП дозволяє визначити специфічність банківських установ у порівнянні з іншими учасниками ринку, що полягає у відсутності на фондовому ринку інститутів, які можуть здійснювати такий широкий спектр операцій з ЦП.

По-перше, депозитарні операції можуть здійснювати лише торговці ЦП та комерційні банки.

По-друге, діяльність щодо ведення реєстрів власників іменних ЦП для реєстратора є виключним видом його діяльності, який не може поєднуватися з іншими видами діяльності, крім депозитарної. Лише банки здійснюють даний вид діяльності у поєднанні з іншими операціями на РЦП шляхом створення відокремленого підрозділу.

По-третє, здійснення діяльності торговців ЦП (крім банків) є виключним видом діяльності.

Ще однією специфічною рисою банківських установ України, що відрізняють їх від решти інститутів РЦП, є мінімальний розмір статутного капіталу, який регламентується законодавчими актами України. Так, комерційним банкам для здійснення операцій з ЦП необхідно мати статутний капітал в розмірі не менше 5 млн. євро [12]. Для порівняння, інші торговці ЦП повинні мати мінімальний статутний фонд лише в розмірі 17 000 грн. У випадку здійснення тільки комісійної діяльності величина капіталу має бути не менше 3 400 грн. [118, с.247]. Таким чином, інші торговці ЦП мають значну перевагу щодо швидкості доступу на РЦП. Проте банківські установи мають можливість залучити більшу кількість грошових ресурсів шляхом випуску облігацій, ніж інші торговці цінними паперами, що створенні у вигляді акціонерних товариств. Це пов'язано із заборобою випускати облігації в обсязі, що перевищує 25 % статутного капіталу емітента.

Особливістю банків в порівнянні з іншими суб'єктами РЦП є і розмір капіталу, що вкладається у ЦП (рис.1.9).

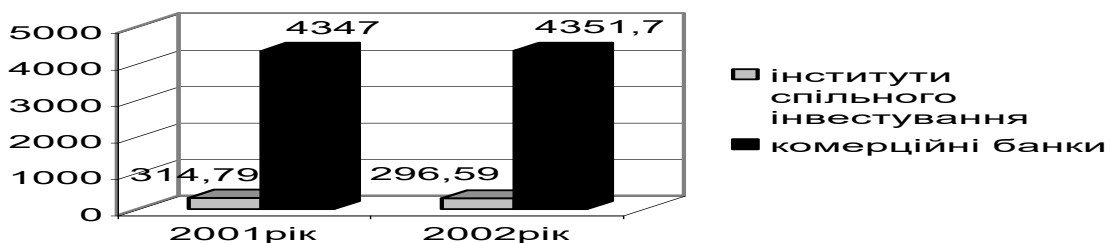


Рис.1.9.Динаміка вкладень коштів у ЦП інститутами спільного інвестування та комерційними банками України (млн. грн.) [137]

Так, розміщення грошових коштів вітчизняними комерційними банками у ЦП значно переважає (у 2002 р. більше ніж в 14 разів) вкладення, що здійснили інститути спільного інвестування.

Такий значний розрив викликаний різницею в обсягах залучених фінансових ресурсів, що є в розпорядженні даних учасників РЦП. Ресурсна база інститутів спільного інвестування формується за рахунок випуску інвестиційних сертифікатів: загальна балансова вартість сертифікатів, що розміщені серед інвесторів, станом на 01.01.2003р. склала 94,94 млн. грн. [137]. Банки основний обсяг ресурсів формують за рахунок депозитів, що і відрізняє їх від решти фінансово-кредитних установ. Залишки коштів, розміщених на рахунках суб'єктів господарювання та фізичних осіб у банках України, значно перевищують ресурси інститутів спільного інвестування і станом на 01.01.2003 склали 37,38 млрд. грн. [47, с.117].

Наступною особливістю, а водночас, і перевагою банківських інститутів, є законодавче регулювання діяльності фінансово-кредитних установ, які є учасниками РЦП. Банківська діяльність є найбільш нормативно врегульована – Закон України “Про банки і банківську діяльність” був прийнятий ще у 1991 році. Крім того, існує значна кількість нормативних документів Національного банку України (НБУ), що чітко визначає діяльність банківських установ. Для порівняння, базовий закон щодо діяльності інститутів спільного інвестування ухвалений лише у 2001 році. На даний час здійснюється трансформація існуючих інвестиційних компаній у відповідності до вимог цього закону. Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення” набере чинності лише у 2004 році. Не регламентована і діяльність страхових компаній на РЦП. Лише недавно утворена Комісія з регулювання фінансових ринків, що буде здійснювати нагляд за недержавними пенсійними фондами та страховими компаніями.

Дана ситуація дозволила комерційним банкам України значно розширити обсяги операцій з ЦП в порівнянні з іншими інститутами (див. рис. 1.9., с.42).

Специфіка українських комерційних банків проявляється й при здійсненні операцій з ДЦП, які є фінансовим інструментом щодо яких укладається найбільша кількість угод на організованому РЦП (рис. 1.10).

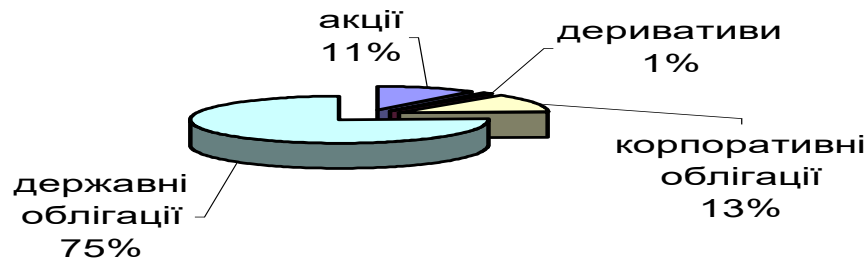


Рис.1.10. Структура торгів в ПФТС за видами фінансових інструментів у 2002 році [136, с.5]

Частка державних облігацій в загальному обсязі торгів складає 75 %. Банки є основними учасниками даного ринку, оскільки лише вони мають право купувати державні облігації на первинному ринку, що дає змогу отримувати прибутки при їх продажу іншим суб'єктам РЦП.

Крім того, виключно банківські установи можуть отримати рефінансування від Національного банку України під заставу державних боргових зобов'язань та деяких корпоративних облігацій (наприклад, облігацій Південно-Західної залізниці) для підтримки своєї ліквідності. Так, за підсумками 2002 року комерційні банки отримали рефінансування від НБУ під заставу ДЦП в обсязі 12 309 млн. грн., що складає 11,3 % від загального обсягу торгів на РЦП України та в 1,88 рази перевищує обсяг торгів на організованому ринку [47; 137].

Особливістю банків як суб'єктів фондового ринку є також значно ширші можливості у порівнянні з іншими учасниками ринку щодо розширення клієнтської бази. Суб'єктам ринку, які стали клієнтами банку при залученні депозитів та при видачі кредитів, можуть бути запропоновані послуги щодо операцій з ЦП. Крім того, лише банки можуть укладати валютні форвардні контракти для своїх клієнтів на міжнародних ринках [181, с.4].

Отже, банківським установам України притаманні специфічні риси в порівнянні з іншими фінансово-кредитними установами, що дозволяють банкам утвердитися на РЦП в якості провідних учасників. Операції з ЦП диверсифікують діяльність банку, забезпечують оптимізацію прибутків та

покращують конкурентне становище на фінансовому ринку, який розвивається швидкими темпами.

Висновки до розділу 1

Становлення повнофункціональних ринкових відносин в Україні можливе лише при конструюванні РЦП у відповідності до світової практики, що дозволить економіці держави в майбутньому скористатися усіма перевагами інтеграції та глобалізації міжнародних економічних процесів. При цьому принципи функціонування національного РЦП повинні опиратися на ґрунтовні теоретичні розробки в цьому питанні, в тому числі щодо економічного змісту РЦП як невід'ємної складової економічної системи держави.

Крім того, органам державної влади у поєднанні з суб'єктами господарської діяльності необхідно забезпечити узгоджений та гармонійний процес розвитку всіх складових елементів РЦП (цінних паперів та учасників ринку). Вважаємо за доцільне: 1) розширити перелік основних типів ЦП, що можуть здійснювати обіг в Україні шляхом прийняття відповідних законодавчих актів; 2) створити сприятливі економічні та правові умови для ефективної діяльності усіх суб'єктів РЦП – емітентів, інвесторів, фінансових посередників, інфраструктурних учасників та регулюючих органів; 3) прагнути до розширення обсягів торгівлі на організованому ринку через створення єдиної біржової торговельної системи України.

Важливе місце в процесі активізації РЦП належить банківській системі України. Діяльність банківських установ невід'ємно пов'язана з ЦП. Ринок цінних паперів потрібний банківським установам для реалізації фундаментальних функцій, що відрізняють їх від решти фінансових інститутів. Крім того, банкам притаманні ряд специфічних рис, що відрізняють їх від інших суб'єктів РЦП та дозволяють розширювати свою присутність на ньому. Головними особливостями комерційних банків, які сприяють зайняттю ними провідного місця на фондовому ринку, є універсальність діяльності, спектр здійснюваних операцій з ЦП, величина капіталу, що інвестується в ЦП, діяльність на ринку державних облігацій тощо.

Основні результати розділу опубліковані у наукових працях [83, 85, 86].

РОЗДІЛ 2

БАНКІВСЬКІ ОПЕРАЦІЇ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ, ЇХ СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТОК В УКРАЇНІ

2.1. Операції Центрального банку на ринку цінних паперів

Основні засади монетарного регулювання Центрального банку є невід’ємною складовою економічної політики держави, що забезпечують національну безпеку та стабільність суспільних відносин, а також повноправне членство в світовому співтоваристві.

Для здійснення регуляторної діяльності Центральний банк використовує такі інструменти: 1) встановлення мінімальних обов’язкових резервів від залучених коштів для комерційних банків; 2) облікову політику; 3) операції на відкритому ринку; 4) надання кредитів комерційним банкам.

При використанні цих підходів до регуляторної діяльності в грошово-кредитному аспекті основним інструментом впливу на величину грошової маси в світовій практиці є операції Центрального банку на відкритому ринку. Виникли ці операції на початку 1920-х рр. у США, коли Федеральна резервна система (ФРС) не могла ефективно вплинути на ринок з допомогою дисконтних позичок і, використавши операції з ЦП, виявила, що резерви в банківській системі зросли та відбулось значне розширення обсягу депозитів і кредитів [116, с.542].

Суть даного виду операцій полягає в регулюванні обсягу грошової маси та ліквідності банківської системи шляхом прямої купівлі-продажу ДЦП або їх продажу із зобов’язанням зворотного викупу (операцій РЕПО). Їх перевагами в порівнянні з іншими монетарними інструментами є легка передбачуваність результатів, гнучкість, а також незначний лаг між моментом використання та отриманням необхідних результатів. Операції на відкритому ринку називають “інструментом точного налаштування”, оскільки вони дозволяють досягати тактичних та проміжних цілей грошово-кредитної політики з високою точністю [77, с.154].

Іншим доказом, що підтверджує важливість операцій на відкритому ринку, є аналіз елементів грошової маси, яка складається з наступних частин: 1) грошова маса, що контролюється Центробанком (MBn); 2) грошова маса, що контролюється менш суворо (DL), тобто та, яка створюється дисконтними позичками. Емпіричні факти показують, що понад $\frac{3}{4}$ коливань пропозиції грошей можна віднести на рахунок операцій Центрального банку на відкритому ринку, які визначають MBn [116, с.432-433].

В українській практиці поняття операцій на відкритому ринку дещо ширше ніж в інших країнах. Так, згідно Положення НБУ “Про механізми рефінансування банків України” операції на відкритому ринку здійснюються шляхом: 1) рефінансування банків на строк до 14 днів; 2) рефінансування банків на строк до 365 днів; 3) використання постійно діючої лінії рефінансування для надання банкам кредитів “овернайт” [17, с.9]. Рефінансування здійснюється через надання комерційним банкам кредитів під заставу ДЦП, векселів та майнових прав, що виникли в банку в результаті укладання кредитного договору між ним та відповідним суб’єктом господарської діяльності. Крім того, до складу операцій на відкритому ринку, згідно Положення НБУ “Про порядок здійснення Національним банком України з банками операцій репо”, віднесено продаж ЦП зі зворотнім викупом [19, с.37].

Такий склад даних операцій не узгоджується зі світовою практикою. Наприклад, у США до операцій на відкритому ринку як інструменту грошово-кредитної політики, відносять процедуру безпосередньої купівлі-продажу ЦП на ринку, а також операції РЕПО. Операції ж з рефінансування комерційних банків через надання кредитів під заставу ЦП відносять до іншого монетарного інструменту – дисконтних позичок [116, с.514]. Аналогічний підхід існує в Італії. До складу операцій на відкритому ринку відносяться: 1) операції РЕПО; 2) купівля казначейських векселів (строк погашення до 1-го року) на умовах “аутрайт”, тобто з негайною поставкою ЦП; 3) операції “аутрайт” з середньо- та довгостроковими ЦП [97, с.73-74].

У роботі до операцій на відкритому ринку ми не відносимо механізми рефінансування через надання кредитів під заставу ЦП, оскільки вони мають позичковий характер та не належать до операцій банку з ЦП.

Таким чином, Національний банк України здійснює регулювання грошової маси та ліквідності комерційних банків через операції на відкритому ринку з допомогою безпосередньої купівлі-продажу ЦП на ринку та через механізм операцій РЕПО.

Торгівля ЦП на біржовому та позабіржовому ринку здійснюються НБУ з його портфеля на продаж. Беручи участь у торгах ДЦП, Національний банк України впливає на встановлення цін щодо даних інструментів та на ліквідність комерційних банків України.

Аналіз показників діяльності НБУ дозволяє обчислити структуру його портфеля ЦП (табл.2.1).

Таблиця 2.1

Структура портфеля цінних паперів Національного банку України [166, с.20]

Склад	2002 р., млн.грн.	Частка в загальній сумі цінних паперів, %	2001 р., млн.грн.	Частка в загальній сумі цінних паперів, %
Процентні облігації внутрішньої державної позики 2000 року	8509,0	94,0	8809,0	94,3
Векселі Державного казначейства України	395,0	4,4	395,0	4,2
Облігації зовнішньої державної позики 1995 року	26,0	0,3	25,0	0,3
Облігації зовнішньої державної позики 2000 року	121,0	1,3	114,0	1,2
Усього цінні папери Уряду	9042,0	100,0	9343,0	100,0
Частка цінних паперів Уряду в сукупних активах НБУ, %	15,8	-	19,1	-

В структурі портфеля цінних паперів НБУ основну роль відіграють процентні облігації внутрішньої державної позики (ПОВДП) – 94 %. Ці боргові зобов'язання,

емітовані в результаті реструктуризації боргу Міністерства фінансів у 2000 році за портфелем облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), що був в НБУ в обсязі 9560 млн. грн. Такий значний обсяг ПОВДП викликаний фінансуванням дефіциту державного бюджету Міністерством фінансів України, що здійснювався в попередні роки за рахунок продажу державних облігацій Національному банку України.

Другими за обсягом в портфелі НБУ є векселі Державного казначейства України, які були отримані Національним банком України в процесі реструктуризації нарахованих доходів за ОВДП, що підлягали отриманню у 2000-2004 рр. Погашатися казначейські векселі будуть у 2009-2011 рр.

Найменшу частку складають державні облігації зовнішньої позики, які були випущені Міністерством фінансів для оформлення боргу перед російською компанією “Газпром” (1,6 % від загального обсягу портфеля ЦП у 2002 році).

У 2002 році обсяг ПОВДП в портфелі цінних паперів НБУ зменшився (на 309 млн. грн.) у зв'язку з погашення даних інструментів Міністерством фінансів та завдяки їх продажу Національним банком України комерційним банкам на вторинному ринку. В результаті цих операцій та за рахунок росту інших активів зменшилась і частка портфеля ЦП в сукупних активах НБУ – з 19,1 % у 2001 році до 15,8 % у 2002 році.

Портфель цінних паперів НБУ є переважно довгостроковим (рис.2.1).

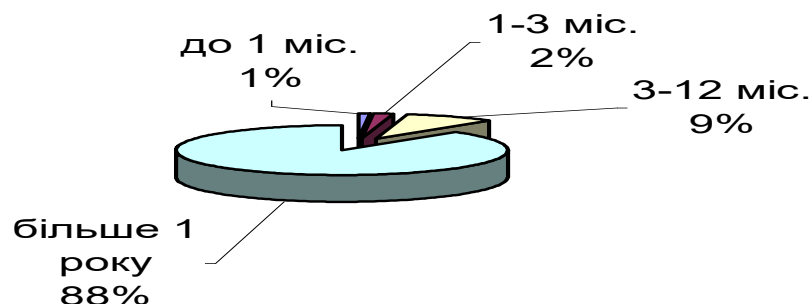


Рис. 2.1. Структура портфеля цінних паперів НБУ в залежності від строку погашення (2002 р.) [166, с.45-46]

Як бачимо, частка ЦП з погашенням більше 1-го року складає 88 %. Тобто ліквідність такого портфеля ЦП є вкрай низькою через незначний попит на

довгострокові інструменти з боку комерційних банків. Разом з тим, портфель цінних паперів НБУ забезпечив високу питому вагу відсоткових доходів в їх загальному обсязі. За підсумками 2002 року величина доходів від ЦП склала 47 % сукупного обсягу відсоткових доходів НБУ, а в 2001 році – 73 % від загального обсягу [166, с.34]. Зменшення відсоткових доходів від операцій з ЦП викликане “плаваючим” розміром купонної ставки за ПОВДП – в 2001 році вона склала 1,318 % на місяць, а в 2002 році – 0,422 % на місяць [166, с.20]. В 2003 році портфель цінних паперів НБУ приносить дохід лише від казначейських векселів та облігацій зовнішньої позики, оскільки купонна ставка за ПОВДП на 2003 рік встановлена в розмірі 0 % [166, с.20].

Таким чином, у портфелі цінних паперів Національного банку України незначна частка ЦП виступає як джерело доходності (6 % портфеля), а ЦП з обігом менше 1-го року (22 % портфеля) можна застосувати для регулювання ліквідності банківської системи України. Попит на довгострокові ПОВДП зі сторони комерційних банків може бути лише за рахунок можливості використання цих облігацій як застави при отриманні кредитів від Національного банку України, оскільки поточних доходів вказані інструменти на 2003 рік не передбачають.

Через низьку привабливість ПОВДП на даний час НБУ може здійснювати операції на відкритому ринку й з іншими видами державних фінансових інструментів:

1. Конверсійними облігаціями внутрішньої державної позики (КОВДП) з погашенням у 2001-2004 рр. (обсяг випуску 680 млн. грн., який розбито на транші, що погашаються раз на півроку). Відсотки нараховуються за півріччя на рівні доходності 3-х місячних державних облігацій чи облікової ставки НБУ. Наприкінці серпня 2001р. відсотки сплачувались за ставкою 19-20 % річних.

2. Короткостроковими державними облігаціями (КДО), що розміщуються з лютого 2001 р., і є дисконтними ЦП з номіналом 1000 грн., середньостроковими державними облігаціями (СДО), які є купонними борговими зобов'язаннями та випускаються строком від 1-го до 5-ти років, а також з довгостроковими

державними облігаціями (ДДО) зі строком погашення більше 5-ти років, що почали емітуватись в Україні з листопада 2002 р.

Найбільший попит з боку банків мають КДО, оскільки ці ЦП є короткостроковими (до 1-го року) та забезпечують дохідність на рівні 7,81 % річних (3-х місячні) та 8,33 % річних (6-ти місячні облігації) [47, с.144]. Саме КДО найбільш доцільно використовувати НБУ для регулювання ліквідності банківської системи, а також ті СДО й КОВДП, до погашення яких залишилось менше року. ДДО не є привабливими для комерційних банків, оскільки купонна ставка за даними паперами на 2003 рік складає лише 1,4 % [122]. Низька купонна ставка за ДДО та її відсутність за ПОВДП викликана тим, що розмір купонів за даними ЦП прив'язаний до рівня інфляції, яка за підсумками 2002 року мала від'ємне значення (-0,6 %).

Операції з безпосередньої купівлі-продажу ДЦП на ринку допомагають НБУ впливати:

1) на ліквідність комерційних банків (ліквідність банківської системи збільшується, коли НБУ купує державні облігації й зменшується, коли НБУ продає ДЦП);

2) на ціну та дохідність державних боргових зобов'язань через виставлення власних котирувань на ринку;

3) на ліквідність ринку державних запозичень – у разі постійної підтримки Національним банком України двосторонніх котирувань (на купівлю та продаж).

Можлива також купівля-продаж Національним банком України цінних паперів з наступним їх викупом. Операція РЕПО – це операція з цінними паперами, що складається з двох частин і для здійснення якої укладається договір між учасниками ринку (Національним банком та банками) про продаж-купівлю державних цінних паперів на певний строк із зобов'язанням зворотнього їх продажу-купівлі у визначений строк за обумовлену договором ціну [19, с.35]. За своєю суттю РЕПО-операцію можна частково віднести до позичкової, оскільки одна сторона отримує в тимчасове користування грошові ресурси, а інша – ЦП. Проте головна особливість її перевага купівлі ЦП із зворотним викупом над кредитуванням під заставу державних облігацій полягає в тому, що здійснюється перехід права власності на

ЦП, а при кредитуванні цінні папери, що перебувають в заставі, власника не змінюють. Це забезпечує суттєве зниження кредитного ризику та високу привабливість для контрагентів. Однак, при можливому невиконанні протилежною стороною зворотного викупу виникає ризик ліквідності, коли ринок даних ЦП не є активним, тобто не вдається швидко продати ці інструменти. Ймовірний також ринковий ризик: за час утримання ЦП ціна на них може суттєво знизитися, і це призведе до значних збитків.

Важливим також є визначення впливу РЕПО на коротко- чи довгострокову ліквідність банківської системи. Це залежить від того, чи використовує Центральний банк в своєму арсеналі монетарного інструментарію вимоги щодо мінімальних резервів. У Національного банку України обсяг обов'язкових резервів є головним інструментом управління ліквідністю, тому РЕПО-операції використовуються час від часу не на регулярній основі для вирівнювання закладених планових монетарних показників в довгостроковому періоді.

Так, в структурі методів рефінансування, що здійснив НБУ у 1 кварталі 2003 року, провідну роль відіграють кредити “овернайт”, а величина операцій РЕПО склала лише 4 % від загальної суми рефінансування (рис. 2.2).

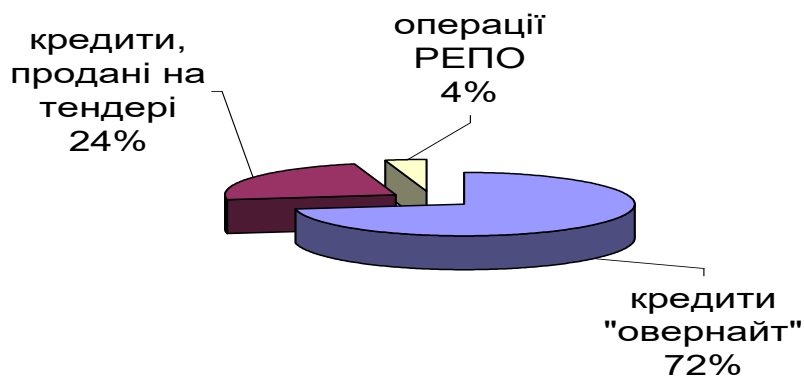


Рис. 2.2. Структура механізмів рефінансування Національним банком України банків в 1 кварталі 2003 р. [128, с.40]

Підтвердженням низької уваги НБУ до операцій РЕПО є також “Основні засади грошово-кредитної політики на 2003 р.”, згідно з якими операціям РЕПО

Національний банк України відводить останнє місце в регулюванні обсягу грошової маси [127, с.11]. Для порівняння, в розвинутих країнах дані операції відіграють провідну роль (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Роль операцій РЕПО у рефінансуванні фінансового сектору Центральними банками провідних країн світу (у відсотках) [185]

Рік	Бельгія	Німеччина	Італія	Японія	Нідерланди	Швеція	Швейцарія	Велика Британія	США
1992	52	-	84	-	20	-	-	-	-
1993	63	72	96	-	43	-	-	-	-
1994	63	67	95	-	43	98	-	28	-
1995	73	68	83	-	57	95	-	23	-
1996	70	71	98	0	81	74	-	45	-
1997	73	72	93	14	58	86	-	66	-
1998 (червень)	н.д.	н.д.	н.д.	43	-	95	50	70	100

Як бачимо, позитивна динаміка питомої ваги операцій РЕПО в рефінансуванні фінансового сектору свідчить про зростаючу роль цих операцій на грошовому ринку розвинутих країн. Найбільша роль РЕПО спостерігається у США (100 %), Швеції (95 %), Італії (93 %).

На наш погляд, Національному банку України, опираючись на світовий досвід, доцільно приділяти більшу увагу розвитку РЕПО-операцій для здійснення грошово-кредитного регулювання фінансового ринку.

Перевага РЕПО-операцій для НБУ над кредитуванням під заставу ДЦП полягає в можливості здійснювати двостороннє управління грошовим ринком: при надлишковій грошовій пропозиції Центральний банк здійснює продаж ЦП з наступним викупом (“зворотне” РЕПО), тобто стерилізацію грошового ринку, а при недостатньому обсягу грошової маси – купівлю ЦП (“пряме” РЕПО), тобто рефінансування. Кредитування комерційних банків під заставу ЦП дозволяє Національному банку України лише збільшувати грошову пропозицію.

Цю двояку роль РЕПО-операцій (рефінансування та стерилізація грошового ринку) слід термінологічно визначити в українському законодавстві, в якому вони вважаються лише інструментом рефінансування.

Проведення НБУ операцій купівлі ЦП із зворотнім викупом з метою рефінансування банківських установ має певний пріоритет і в порівнянні з безпосередньою купівлею державних облігацій на відкритому ринку, оскільки “пряме” РЕПО передбачає отримання прибутку Національним банком України за рахунок різниці між ціною купівлі ЦП та ціною їх наступного продажу, що відповідним чином відображається при укладанні угоди за РЕПО-операцією.

Разом з тим, при здійсненні стерилізації грошового ринку Національний банк України несе втрати за “зворотнім” РЕПО. Тому доцільним є порівняння балансової вартості ДЦП в портфелі НБУ, що можуть бути використанні для продажу на відкритому ринку, з їх ринковою вартістю. У випадку перевищення чи рівності останньої з балансовою вартістю, а також при можливих втратах, що будуть меншими ніж за РЕПО-операціями, перевагу слід надати безпосередньому продажу державних облігацій на РЦП. Перевагою РЕПО-операцій при стерилізації грошового ринку є можливість з допомогою довгострокових неліквідних ПОВДП, що складають значну частку в портфелі цінних паперів НБУ (див. с.48), залучати кошти на короткий термін, тобто здійснювати вилучення надлишкової грошової маси в короткостроковому періоді.

Операції РЕПО мають певні переваги і над встановленням вимог Національним банком України для комерційних банків щодо створення обов’язкових резервів від залучених коштів. Так, РЕПО-операції дозволяють комерційним банкам отримувати прибутки від цих операцій при стерилізації грошового ринку Національним банком України, а кошти, що відраховуються в обов’язкові резерви, доходів для комерційних банків не приносять.

Розвиваючи РЕПО, НБУ сприятиме також збільшенню активності на РЦП, оскільки комерційним банкам для отримання рефінансування з допомогою операцій РЕПО необхідно буде купувати ДЦП на ринку, що створюватиме попит на ці інструменти, збільшуючи обсяг торгів та зменшуючи спред між цінами придбання та продажу.

Операції РЕПО надають ряд суттєвих переваг для комерційних банків:

- 1) фінансування “довгих” позицій за ЦП та можливість використання ефекту

фінансового важеля; 2) закриття “коротких” позицій за рахунок фінансових інструментів, отриманих при проведенні РЕПО; 3) здійснення поставки ЦП на строкових ринках; 4) підбір необхідних облігацій в інвестиційний портфель для його оптимізації.

Крім того, комерційні банки можуть здійснювати РЕПО-операції між собою, використовуючи не тільки державні боргові зобов’язання, а НБУ може стимулювати даний процес розробкою відповідних нормативних актів і, таким чином, сприяти розвитку РЦП в цілому.

Ще одна перевага РЕПО полягає у використанні відсоткової ставки за даними операціями як орієнтира в очікуваннях динаміки руху інших ставок ринковими учасниками, тобто як безризикової ставки. Її беруть до уваги Центральні банки Великої Британії, Канади, Німеччини, Нідерландів, Франції та інших країн [185]. РЕПО-ставка може враховуватись у фінансових розрахунках як безризикова ставка дохідності, оскільки її розмір в багатьох розвинутих економіках є меншим, ніж відсоткові ставки грошового ринку, завдяки меншому кредитному ризику (табл.2.3).

Таблиця 2.3

Співвідношення відсоткової ставки грошового ринку та РЕПО-ставки за даними Банку міжнародних розрахунків (середня величина за січень-березень 1998 р.) [185]

Країна/відсоткові ставки	овернайт	1 тиждень	1 місяць	3 місяці
Японія				
Ринкова ставка	0,433	0,639	0,862	1,054
РЕПО-ставка	0,555	0,549	0,533	0,474
Спред	-0,122	0,090	0,329	0,581
Велика Британія				
Ринкова ставка	7,36	7,38	7,43	7,49
РЕПО-ставка	7,24	7,22	7,24	7,28
Спред	0,12	0,16	0,19	0,21
США				
Ринкова ставка	5,596	5,565	5,592	5,603
РЕПО-ставка	5,589	5,568	5,553	5,547
Спред	0,008	0,003	-0,039	0,056

Як бачимо, в країнах світу з найбільш розвиненими фінансовим ринком спред між ринковою відсотковою ставкою та РЕПО-ставкою переважно є позитивним, що є доказом дуже низького ризику операцій РЕПО.

В Україні використання РЕПО-ставкою такої функції можливе лише при проведенні цих операцій на регулярній основі. Необхідність введення безризикового індикатора є важливим, оскільки, наприклад, відсоткові ставки за ДЦП не є безризиковими після фінансової кризи 1998 р., а облікова ставка Національного банку України в недостатній мірі здійснює реальний вплив на розрахунок відсоткових ставок комерційними банками. На даний час лише ставки міжбанківського ринку є орієнтиром для банківських установ, проте кредитний ризик даних операцій вищий, ніж для РЕПО.

Отже, операції купівлі-продажу ЦП зі зворотним викупом є важливими з багатьох причин (двостороннє управління пропозицією грошей на ринку, отримання прибутку НБУ при проведенні “прямого” РЕПО, збільшення попиту на державні облігації, використання комерційними банками відсоткової ставки за РЕПО в якості безризикової) і потребують розвитку на українському фінансовому ринку.

Поряд з операціями РЕПО, Національний банк України може також сприяти розвитку РЦП за рахунок нормативного забезпечення функціонування ринку державних облігацій. На нашу думку, НБУ доцільно здійснити низку заходів для забезпечення більшої активності на ринку державних запозичень.

По-перше, впровадити в українську практику інститут комерційних банків-первинних дилерів на ринку державних облігацій. Суть їх діяльності полягатиме в підтримці постійних двохсторонніх котирувань щодо держоблігацій, тобто в забезпеченні більшої ліквідності цих ЦП. За виконання вказаної функції комерційні банки-первинні дилери матимуть ексклюзивне право на придбання урядових фінансових інструментів на первинному ринку. Для відбору декількох банківських установ в якості маркет-мейкерів Національному банку України слід встановити вимоги до комерційних банків щодо обсягу регулятивного капіталу, чистих активів, розміру портфеля ДЦП, дотримання економічних нормативів. Первинні дилери на ринку державних боргових зобов'язань функціонують у США (13 банків), Великобританії (19 банків), Франції (18 банків), Росії (25 банків) та в інших країнах [40, с.41-42]. Створення такого інституту обмежуватиме конкуренцію, що є основою ринкових відносин, проте за умов слабого розвитку ринку держоблігацій, маркет-

мейкери сприятимуть збільшенню його активності. При досягненні ринком необхідного рівня ліквідності цей механізм можна еволюційним шляхом трансформувати в процедуру доступу всіх банківських установ до первинного розміщення державних боргових зобов'язань.

По-друге, необхідно забезпечити доступ вітчизняним комерційним банкам до торгівлі українськими євробондами без спеціального індивідуального дозволу з боку НБУ. Найголовніша перевага в результаті цього рішення для Міністерства фінансів – це поступове переведення зовнішнього боргу у внутрішній, а також збільшення ліквідності ринку цього типу фінансових інструментів. Для стимулювання діяльності первинних дилерів їм можна надати право бути уповноваженими банками з безпосереднього придбання єврооблігацій на міжнародних фінансових ринках. В Росії операції з придбання євробондів банками-резидентами було дозволено з вересня 2001 р. [154, с.77].

По-третє, потребує вдосконалення технічна сторона проведення аукціонів з первинного розміщення ДЦП, порядок здійснення яких регламентується Національним банком України. На даний час торги проводяться переважно шляхом багатоцінового аукціону, тобто комерційні банки подають конкурентні заявки (задовольняються в міру не перевищення встановленої Міністерством фінансів дохідності) та неконкурентні заявки (за середньозваженою дохідністю). Проте в світі все більше практикується проведення моноцінового аукціону (США, Нідерланди, Швейцарія). Його перевагами є: 1) для емітента – можливість виставлення нижчої дохідності; 2) для інвесторів зменшується ризик “проклятого переможця” – при багатоціновому аукціоні кожен учасник платить ту ціну, яку запропонував і може отримати збитки на вторинному ринку при високій ціні первинного ринку [35, с.76]. Який з видів торгів при розміщенні ДЦП в Україні є доцільнішим можна перевірити лише шляхом практичного втілення обох варіантів.

Ще одним напрямком розвитку операцій з ЦП є випуск власних фінансових інструментів Центральним банком. Переважно ці інструменти використовуються, коли з допомогою урядових боргових зобов'язань не можна досягти бажаного ефекту при регулюванні ліквідності в короткостроковому періоді. Створення ринку

цих фінансових активів має два протилежних аспекти: 1) для забезпечення скорочення надлишкової ліквідності комерційних банків Центральний банк штучно обмежує ліквідність емітованих паперів після продажу їх комерційним банкам; 2) при слабкому розвитку ринку державних боргових зобов'язань власні цінні папери можна використати для операцій на відкритому ринку, створивши, при цьому ліквідний вторинний ринок вказаних фінансових інструментів [77, с.190].

Для розв'язання перелічених завдань в світовій практиці Центральними банками поширений випуск сертифікатів, векселів та облігацій (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Види фінансових інструментів, емітованих Центральними банками країн світу
[92, с.1-2]

Країна	Цінний папір
Голландія	Сертифікати
Англія	Векселі
Німеччина	Векселі
Данія	Сертифікати
Чилі	Облігації
Південна Корея	Облігації
Японія	Векселі
Швеція	Векселі
Іспанія	Сертифікати
Росія	Облігації

Емісія сертифікатів Центрального банку є майже аналогічною з депозитними операціями, але кошти залучаються на більш довгий термін. Їх випуск переважно практикують країни Західної Європи (Нідерланди, Данія).

В Україні НБУ випускає депозитні сертифікати, починаючи з 1999 р., з метою використання як монетарного інструмента в період кризи на ринку ОВДП. Емісія здійснюється зі строком погашення від 1-го до 180 днів. Обсяг випуску є незначним та нерегулярним, що зменшує їх привабливість. Основна мета, яку ставить НБУ при випуску депозитних сертифікатів, полягає в оперативному регулюванні ліквідності

банківської системи. Переважно цей вид ЦП використовується при нездатності досягти оптимальних грошово-кредитних параметрів з допомогою інших монетарних інструментів.

Перевага депозитних сертифікатів НБУ полягає в більш швидкому оперативному регулюванні ліквідності комерційних банків, ніж з допомогою державних облігацій через простіший механізм випуску, обслуговування обігу та вищий попит зі сторони комерційних банків. Так, у 2001 році, коли Національний банк України емітував депозитні сертифікати, їх частка складала 44 % від загального обсягу портфеля ЦП комерційних банків України [47, с.146].

Крім того, деякі Центральні банки випускають облігації, які є стабілізаційними монетарними засобами, що відіграли значну роль у контролі за резервними позиціями банківських установ (Південна Корея, Чилі). В кінці 90-х років безкупонні облігації емітував Центральний банк Росії (30.09.98) – в липні 1999р. було встановлено, що максимальна сума всіх випусків, які є в обігу не може бути більшою різниці між максимально можливою величиною обов'язкових резервів кредитних організацій (20 % пасивів комерційних банків) та сумою обов'язкових резервів комерційних банків у Банку Росії [52, с.41-42].

Поряд з операціями на відкритому ринку та випуском власних ЦП, Національний банк України забезпечує обіг державних боргових зобов'язань шляхом створення необхідної інфраструктури, в першу чергу, здійснюючи депозитарне обслуговування та грошові розрахунки за такими операціями:

- 1) первинне розміщення ДЦП;
- 2) купівля-продаж вказаних інструментів на організаційно-оформлених та позабіржовому ринках;
- 3) надання кредитів під заставу державних облігацій та проведення операцій РЕПО;
- 4) переказ ДЦП на обслуговування до іншого зберігача згідно з договорами дарування, успадкування й т.п.
- 5) здійснення клірингу за операціями з ДЦП.

Національний банк України здійснює кліринг грошових зобов'язань зберігачів-клієнтів НБУ за результатами розміщення ДЦП та Державного казначейства з виплат доходу та (або) погашення ДЦП, якщо строки їх виконання збігаються [15, с.16].

Головною перевагою розрахунків через депозитарій НБУ є їх здійснення згідно міжнародних стандартів за принципом “поставки проти оплати” (Delivery Versus Payment, DVP). Використовується, як і в більшості країн світу, 3-тя модель DVP – тимчасова передача ЦП, що стане остаточною, коли зроблено останній переказ грошей [56, с.7]. При цьому майже за всіма операціями з державними облігаціями (первинне розміщення та купівля-продаж ДЦП на біржовому ринку) нівелюються головні ризики, що притаманні розрахунковому процесу (вони визначені в документі Базельського комітету “Поставка проти оплати в системах розрахунків за цінними паперами”) [183]. Кредитний ризик усувається самим принципом DVP. Ризик ліквідності зменшується тим, що тривалість розрахунків складає T+1, тоді як Міжнародний банк розрахунків вважає за стандарт T+3 [186]. Ризик заміни ЦП щодо певних характеристик (строк, дохідність) неможливий, оскільки на вторинному біржовому ринку торги відбуваються за принципом "Order driven market"- конкуруючих між собою заявок, при якому угода укладається автоматично при перехрещенні умов зустрічних заявок [28; 29].

Проте депозитарна та розрахунково-клірингова діяльність НБУ має ряд недоліків:

- 1) неповністю врегульований депозитарний облік РЕПО-операцій, оскільки зараз передбачається лише блокування ДЦП для цих операцій;
- 2) відсутність чіткого визначення термінів та порядку розрахунку за договорами, укладеними на позабіржовому ринку;
- 3) неможливість проведення клірингових розрахунків на вторинному ринку ДЦП.

Тому, з метою більшої відповідності вимогам до депозитарної та розрахунково-клірингової діяльності, що практикуються в світовому співтоваристві, НБУ доцільно:

1) прагнути до становлення першої моделі поставки проти платежу – одночасне завершення передачі ЦП та грошей (використовується провідними депозитаріями світу “Evroclear” та “Clearstream”);

2) передбачити перехід права власності на ЦП в депозитарній системі за операціями РЕПО;

3) для забезпечення впровадження, прийнятих в світовій практиці розрахунків на позабіржовому ринку, приймати до уваги Рекомендації Міжнародної організацій комісій з ЦП (IOSCO) щодо розрахункових систем за операціями з ЦП (Recommendations for securities settlement system) [186]. Перш за все, слід розробити повне юридичне підґрунтя даних операцій (термін підтвердження сторонами умов угод не повинен перевищувати T+0 (максимум T+2), кінцеві розрахунки повинні здійснюватись у строк T+3);

4) розробити систему клірингових розрахунків для операцій на вторинному ринку урядових боргових зобов'язань, що забезпечить прискорення розрахунків та зменшення обсягу документообігу.

Національний банк України також здійснює нормативне регулювання діяльності комерційних банків на РЦП. З метою зменшення ризиків втрати капіталу комерційними банками України від вкладень у статутні фонди інших суб'єктів економічної діяльності НБУ вимагає від комерційних банків дотримуватися таких нормативів інвестування:

1) норматив інвестування в ЦП окремо за кожною установою (Н11) – визначається як співвідношення розміру коштів, які інвестуються на придбання акцій (паїв, часток) окремо за кожною установою, до регулятивного капіталу банку. Нормативне значення нормативу Н11 не має перевищувати 15 %;

2) норматив загальної суми інвестування (Н12) – визначається як співвідношення суми коштів, що інвестуються на придбання акцій (паїв/часток) будь-якої юридичної особи, до регулятивного капіталу банку. Нормативне значення нормативу Н12 не має перевищувати 60 % [12, с.25].

До коштів, що інвестуються, включаються акції та інші ЦП з нефіксованим прибутком у портфелі банку на продаж і на інвестиції, що випущені установою;

вкладення в асоційовані та дочірні установи. Таким чином, вкладення в ЦП з фіксованим прибутком, в тому числі в корпоративні облігації, вказаними нормативами не регулюються. На наш погляд, операції з борговими ЦП слід обмежити шляхом розрахунку додаткового нормативу, який би визначав максимальний розмір вкладень у корпоративні облігації та в боргові зобов'язання органів місцевої влади по відношенню до регулятивного капіталу банку. Адже, вклавши значну частку ресурсів у корпоративні та муніципальні облігації, у випадку неспроможності емітента погасити дані інструменти, банк може зазнати втрат, що призведуть до погіршення його фінансового стану. Наприклад, за муніципальними облігаціями м.Одеси (емітовані в 1997 р.) не було вчасно здійснено виплату відсотків та номіналу (1998 р.) і борг реструктуризовано з погашенням у 2005 році (за даними інтернет-сайту www.cbonds.com.ua).

Крім того, при створенні в Україні ринку похідних фінансових інструментів НБУ доцільно буде встановити максимальний розмір капіталу банку, що можна використовувати для спекулятивних операцій з деривативами, оскільки цей вид діяльності є дуже ризикованим. Наприклад, операції з похідними ЦП на фондовий індекс Nikkei-225 відомого трейдера Н. Ліссона призвели до банкрутства англійський банк Barings [143, с.60]. Тому НБУ доцільно: 1) чітко визначити суть операцій хеджування, а всі решта вкладень у строкові інструменти відносити до спекулятивних операцій; 2) встановити різні розміри обсягів спекулятивних операцій в залежності від виду похідних ЦП. Для опціонів ця величина може бути вища, оскільки вказаний фінансовий інструмент передбачає право виконати чи не виконати угоду, втративши при цьому лише премію, що буде сплачена продавцю опціону. При купівлі ф'ючерсів та форвардів банк зобов'язується виконати угоду не залежно від того, прибуткова вона чи збиткова, а тому вкладення в ці інструменти повинні складати менший обсяг.

Отже, регулювання спекулятивних операцій банків на строковому ринку Національному банку України слід обмежити нормативами, що визначатимуть окремо максимальний обсяг вкладень у ф'ючерси та форварди, й окремо в опціони.

Таким чином, Центральний банк, проводячи операції з ЦП, здійснює вплив на стабільність економічної ситуації в державі. Реалізація поставлених цілей забезпечується з допомогою інструментів грошово-кредитної політики, де провідну роль повинні відігравати операції на відкритому ринку. Крім того, Національному банку України слід розбудовувати надійну та прозору депозитарну і розрахунково-клірингову систему для державних боргових інструментів, а також покращити нормативне регулювання діяльності комерційних банків на РЦП.

2.2. Емісійна діяльність комерційних банків

Банки, як і будь-які суб'єкти господарської діяльності (юридичні особи), мають змогу здійснювати випуск ЦП для фінансування активних операцій. Ця діяльність базується на таких принципах [113, с.77]: 1) відповідність інтересам інвесторів-клієнтів банку за ризиком, доходністю та ліквідністю; 2) відповідність інтересам банку за об'ємом і строками ресурсів, що залучаються, їх ціні в порівнянні з іншими видами грошових зобов'язань, за умовами оподаткування, витратами на розміщення, ризиками, які несе банк і т.д.; 3) зв'язок з активами в ЦП (контроль маржі між доходами від інвестицій в фондові цінності та витратами на виплату відсотків та дивідендів), формування відносно замкнутого обороту коштів із залученням ресурсів на основі випуску ЦП і вкладенні їх у фондові інструменти; 4) конструювання ЦП як фінансових продуктів, нових товарів, що поєднують стандартність з фінансовими інноваціями, модифікованістю та індивідуальними якостями; 5) плановий характер емісії (управління акумуляцією резервів банку в формі ЦП).

Прийнявши рішення про залучення коштів шляхом випуску ЦП, банківським установам потрібно розробити основні засади емісійної політики, які передбачають здійснення сукупності заходів з метою акумуляції ресурсів у відповідності до поставлених цілей шляхом використання ЦП.

Головною складовою політики вітчизняного комерційного банку щодо випуску ЦП, перш за все, є формулювання цілей емісії, які б узгоджувалися із загальною

стратегією діяльності на фінансовому ринку. Провідними серед них є: 1) первинний випуск акцій для створення та реєстрації кредитної установи; 2) збільшення статутного капіталу з метою виконання вимог НБУ (акції); 3) диверсифікація джерел мобілізації банківських ресурсів (деPOSITNІ сертифікати, облігації); 4) управління ліквідністю через пасиви (деPOSITNІ сертифікати); 5) залучення коштів для розширення спектру активних операцій, особливо в період зростання ділової активності; 6) збільшення кількості акціонерів для виконання вимог проходження лістингу з метою котирування акцій на біржі або в торгово-інформаційній системі; 7) вихід на міжнародні ринки капіталу (євробонди, депозитарні розписки); 8) перетворення закритих акціонерних товариств або товариств з обмеженою відповідальністю у відкриті акціонерні товариства; 9) реорганізація шляхом злиття, приєднання, поділу або відокремлення;

Наступним пунктом емісійної політики банківської установи є визначення суми коштів, яку необхідно акумулювати. Її величина, насамперед, залежить від мети, що є визначальною при випуску ЦП. Проте це лише попередній орієнтир. Надалі він коригується у відповідності до результатів маркетингових процедур, пов'язаних із визначенням можливості отримати ці кошти на ринку.

Проведення маркетингових заходів є особливо важливим, оскільки українські банки доволі часто здійснюють рекламу та розміщення своїх ЦП без попереднього вивчення попиту на них. Як наслідок, це може призвести до незначного обсягу розміщених ЦП.

Вивчення поточних інвестиційних умов включає, насамперед, оцінку маркетингового середовища, в якому працює банк (чинники мікро- та макросередовища). Аналізуючи фактори мікросередовища, банк визначає: чи зможуть клієнти інвестувати кошти у ЦП; як посередники сприятимуть розміщенню випуску; яка роль конкурентів на даному ринку й чи вони намагатимуться придбати ЦП банку для впливу на управління діяльністю емітента при емісії акцій; чи фінансові інструменти банківської установи викличуть інтерес у контактних аудиторій (засоби масової інформації і т.п.). Вивчення факторів макросередовища

(економічні, політичні, демографічні тощо) допоможе визначити час найкращого виходу на ринок з емісією.

Наступним етапом є вивчення ринків суб'єктів господарської діяльності та ринку фізичних осіб для виміру й прогнозування попиту на певний вид фінансових інструментів, тобто визначення обсягу продаж та екстраполяція даних про динаміку цього показника за минулі роки.

Важливим є здійснення сегментування ринку та вибір цільового сегменту, оскільки неможливо врахувати потреби всіх інвесторів водночас. Банк може сконцентрувати увагу на декількох сегментах ринку або лише на одному. Для банківських ЦП українських емітентів при випуску облігацій цільовими сегментами, насамперед, є інші комерційні банки та інститути спільного інвестування. В майбутньому до них мають долучитися недержавні пенсійні фонди, після створення необхідної законодавчої бази для їх діяльності. Наприклад, у світовій практиці основними сегментами для продажу іпотечних ЦП є банківські установи, пенсійні фонди та страхові компанії (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Утримування непогашених іпотечних облігацій інвестиційними групами, % [160, с.47]

Інвестиційна група	Данія (1999 р.)	Німеччина (1998 р.)	Швеція (1999 р.)	Норвегія (1998 р.)
Пенсійні фонди і страхові компанії	34	23	43	34
Взаємні фонди	–	18	–	5
Кредитні інститути	27	26	19	37
Домогосподарства	9	16	5	2
Іноземні інвестори	9	22	6	4
Інші	21	2	27	19

Основним сегментом для продажу акцій можуть стати промислові компанії, які, отримавши певний відсоток статутного капіталу, будуть прагнути вплинути на управлінські дії банку (перш за все, в клієнтському обслуговуванні для власного підприємства). Певні інвестиційні вкладення будуть здійснювати й суб'єкти фінансового сектору для диверсифікації власних портфелів ЦП. Щодо фізичних осіб, то потенційними власниками акцій, найперше, будуть власні працівники, особливо в закритих акціонерних товариствах (Промінвестбанк України).

При випуску депозитних сертифікатів головним цільовим сегментом є ринок фізичних осіб, а саме, особи з високим рівнем доходу у віці від 25 до 45 років. Іншим сегментом є студенти. Здійснюючи щодо них комплекс маркетингу, банк залучатиме потенційних вкладників. У майбутньому при емісії цього виду ЦП привабливим сегментом можуть стати суб'єкти фінансового ринку при створенні ліквідного ринку депозитних сертифікатів великої номінальної вартості.

Вибравши цільовий сегмент, здійснюється позиціонування на ринку: 1) поряд з одним із існуючих конкурентів, пропонуючи традиційні типи фінансових інструментів; 2) шляхом розробки нового виду ЦП та зайняття відповідної “ніші” на ринку, впроваджуючи результати власного фінансового інжинірингу. Позиціонування 2-го типу на світових ринках динамічно зростає: збільшується кількість фінансових інновацій, створюються відокремлені підрозділи, які займаються фінансовим інжинірингом (розробкою нових інструментів). Цей процес є складним і потребує значних зусиль та знань у різних сферах сучасної науки. За визначенням Дж.Фінерті: “Фінансова інженерія включає в себе проектування, розробку та реалізацію інноваційних фінансових інструментів і процесів, а також творчий пошук нових підходів для вирішення питань в галузі фінансів” [108, с.33]. В світовій практиці здійснюється як розробка нових складних фінансових продуктів, так і декомпозиція (розщеплення) існуючих на більш прості. Найбільш популярним методом створення складних ЦП є метод LEGO (метод “будівельних” блоків фінансової інженерії) [108, с.513].

І завершальним етапом діагностики ринкових умов є розробка комплексу маркетингу для забезпечення вдалого розміщення ЦП (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Комплекс маркетингу при емісії цінних паперів

№ п/п	Елемент	Заходи
1	Продуктова стратегія	Вибір типу цінних паперів (акції, облигації, депозитні сертифікати)
2	Цінова стратегія	Визначення номіналу, цін купівлі-продажу, купонної ставки
3	Канали розповсюдження	Головний офіс і філії; біржі; торгово-інформаційні системи; посередники; Інтернет (у США – IPO.com)
4	Комунікаційна стратегія	Реклама, стимулювання збуту, пропаганда, особистий продаж

Отже, здійснення маркетингових процедур є важливим елементом емісійної політики банку, без яких залучення коштів з допомогою ЦП не принесе бажаного ефекту.

Використовуючи результати маркетингового аналізу, банківська установа здійснює вибір певного виду ЦП, емісія якого буде здійснюватись; розраховує витрати, пов'язані з обслуговуванням випуску; визначає способи розміщення ЦП (самостійно чи з допомогою андеррайтерів); вирішує питання щодо забезпечення функціонування ліквідного вторинного ринку банківських фінансових інструментів, а також розраховує ефективність використання залучених коштів.

Комерційні банки України можуть здійснювати випуск таких видів ЦП як акції, облігації, депозитні сертифікати та похідні ЦП.

Акції. Даний інструмент є найбільш розповсюдженим емісійним ЦП в українській практиці. За рахунок акцій здійснюється формування капіталу банку, який є сукупністю внесених власниками-учасниками капіталу власних коштів, які зростають у результаті ефективної банківської діяльності в процесі капіталізації прибутку, а також за рахунок додаткових вливань з боку учасників [63, с.18].

У більшості країнах світу Центральними банками здійснюється регулювання розміру капіталу комерційних банків для підтримки стабільності фінансової системи. Найбільш компетентною організацією, яка розробляє рекомендації для Центральних банків, що стосуються капіталу, є Базельський міжнародний комітет з питань банківського нагляду, який створений керівниками Центральних банків Групи Десяти у 1975 р.

У 1988 р. була прийнята “Угода про конвергенцію капіталу”, яка визначила структуру капіталу та розрахунок розміру достатності сукупного капіталу на основі врахування кредитного ризику. Величина даного показника має бути не менше 8 % [135, с.45-46]. На даний час закінчується другий раунд консультацій щодо розробки Нової Базельської угоди про капітал, яка носить більш широкий і комплексний характер. Показник загальної мінімальної норми капіталу буде враховувати не лише кредитний, але й ринковий та операційний ризику. Крім того, передбачається використання нового методу розрахунку ризику, що буде більш точно відображати

індивідуальний банківський профіль ризику – це є підхід на основі внутрішніх рейтингів (internal ratings-based, IRB), якому приділяється значна увага у новій угоді [126, с.4].

Національний банк України згідно вимог Базельського комітету вимагає від комерційних банків дотримуватись розміру нормативу адекватності регулятивного капіталу, що визначає достатність капіталу для проведення активних операцій з врахуванням ризиків, на рівні 8 %, а з 01.03.2004 р. – 10 % [25]. Збільшення цього нормативу викликане необхідністю підвищити фінансову стійкість вітчизняної банківської системи.

Однак, не весь капітал формується шляхом емісійної діяльності. На даний час НБУ визначив такий склад регулятивного капіталу:

1) основний капітал (першого рівня), який складається з фактично сплаченого зареєстрованого статутного капіталу та розкритих резервів (створені або збільшені за рахунок нерозподіленого прибутку: дивіденди, що направлені на збільшення статутного капіталу; емісійні різниці; резервні фонди; загальні резерви; прибуток минулих років);

2) додатковий капітал (другого рівня), до складу якого входять резерви під стандартну заборгованість інших банків; резерви під стандартну заборгованість за кредитними операціями; результат переоцінки статутного капіталу з урахуванням індексу девальвації чи ревальвації національної грошової одиниці; результат переоцінки основних засобів; прибуток поточного року; субординований борг, що враховується до капіталу. Додатковий капітал не може бути більшим, ніж 100 % основного капіталу [12, с.13-14].

За рахунок емісії акцій забезпечується формування переважної частини капіталу 1-го рівня (статутний фонд та емісійні різниці). Крім того, шляхом випуску фінансових інструментів у розвинутих країнах формується частина додаткового капіталу – субординований борг. В Україні ці кошти можуть бути залучені у вигляді кредитів та депозитів від банків, депозитів інших юридичних осіб (небанківських установ), а також шляхом випуску депозитних сертифікатів строком

не менше ніж на 5 років і на суму не менше 100 тис. грн. Ці фінансові інструменти обігу не підлягають [12, с.14].

Отже, комерційні банки України мають можливість емітувати акції для формування статутного фонду та депозитні сертифікати (субординований борг) для поповнення додаткового капіталу.

Поряд з нормативом адекватності регулятивного капіталу, комерційним банкам необхідно забезпечити виконання положення Закону України “Про банки і банківську діяльність” щодо мінімального розміру статутного капіталу (шляхом впровадження політики капіталізації).

Динаміка зміни обсягу сукупного та статутного капіталів комерційних банків України має різну направленість в залежності від виду валюти (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

Капітал комерційних банків України у 1997-2002 рр. [47, с.155]

Показники	1997	1998	Темп приросту до поперед. року, %	1999	Темп приросту до поперед. року, %	2000	Темп приросту до поперед. року, %	2001	Темп приросту до поперед. року, %	2002	Темп приросту до поперед. року, %
Капітал, млн. грн.	3971	4828	21,6	5878	21,7	6450	9,7	7854	21,8	9981	27,1
Капітал, млн. дол. США	2091	1409	-32,6	1187	-15,8	1187	0	1482	24,9	1872	26,3
Сплаваний статутний капітал, млн. грн.	1560	2107	35,1	2914	38,3	3666	25,8	4576	24,8	6003	31,2
Сплаваний статутний капітал, млн. дол. США	821	615	-25,1	559	-9,1	674	20,6	674	0	1126	67,1
Частка статутного капіталу у сукупному капіталі, %	39,2	43,6	-	49,6	-	56,8	-	58,3	-	60,1	-

Капітал банків України в гривневому еквіваленті, у тому числі й статутний капітал, має чітку зростаючу тенденцію. Проте, динаміка зміни капіталу в доларах США має інший вигляд – у 1998-1999 рр. відбулось зменшення величини сукупного капіталу через девальвацію національної валюти під час кризи на фінансовому ринку України. З 2001 року почалось зростання зазначеного показника. Частка статутного капіталу в сукупному має чітку тенденцію до зростання впродовж усіх років, що аналізувалися. В 2002 році статутний капітал склав 60,1 % від загального капіталу банківської системи України. Основними причинами зростання статутного капіталу є необхідність дотримання комерційними банками вимог щодо мінімального статутного капіталу, а також генерування коштів через випуск акцій з метою розширення спектру активних операцій.

Проте, в порівнянні з розвинутими країнами світу банківський капітал в Україні є мізерним. В 2000 році капітал трьох найбільших банків світу складав: Citygroup (США) – 54,4 млрд. дол., Mizubo Financial Group (Японія) — 50,5 млрд. дол., Bank of America Corp. (США) — 40,6 млрд. дол. [38, с.8]. Капітал банківської системи України за підсумками 2002 року становив лише 1,87 млрд. дол. А тому комерційним банкам України необхідно здійснювати заходи, спрямовані на збільшення власного капіталу, оскільки цей показник є відображенням стабільності кредитної системи держави. Головну роль у цьому процесі повинен відігравати випуск акцій. У свою чергу Національному банку України з метою нарощення капіталу банківською системою України доцільно поступово збільшувати вимоги щодо мінімального розміру капіталу комерційних банків.

Головною перевагою, що дає збільшення капіталу банку за рахунок випуску акцій, є прямий вплив його розміру на величину активних операцій, здійснення яких обмежується нормативами НБУ, що передбачають максимальний розмір тих чи інших вкладень в залежності від величини банківського капіталу.

Іншими перевагами випуску акцій з метою залучення фінансових ресурсів є: 1) ринковий механізм оцінки вартості власних ЦП; 2) відсутність фіксованих витрат; 3) розширення кількості акціонерів; 4) стимулювання персоналу за рахунок продажу

їм акцій за пільговими цінами; 5) отримання банківських ліцензій, видача яких залежить від розміру банківського капіталу.

Емісії акцій мають певні відмінності у цілях та процедурах здійснення під час: 1) створення банку; 2) додаткового випуску акцій; 3) деномінації пайових ЦП; 4) реорганізації банківських установ.

Основним питанням, яке виникає при заснуванні банку, є необхідність визначення в якій організаційно-правовій формі він має існувати. Згідно ст. 6 Закону України “Про банки і банківську діяльність” банківські установи в Україні створюються у формі акціонерного товариства, товариства з обмеженою відповідальністю або кооперативного банку [1, с.6].

Переважна більшість вітчизняних банків формується у вигляді відкритих акціонерних товариств – 60 % (рис.2.3), а тому здійснює розміщення своїх акцій шляхом відкритої підписки (initial public offering, IPO`s).

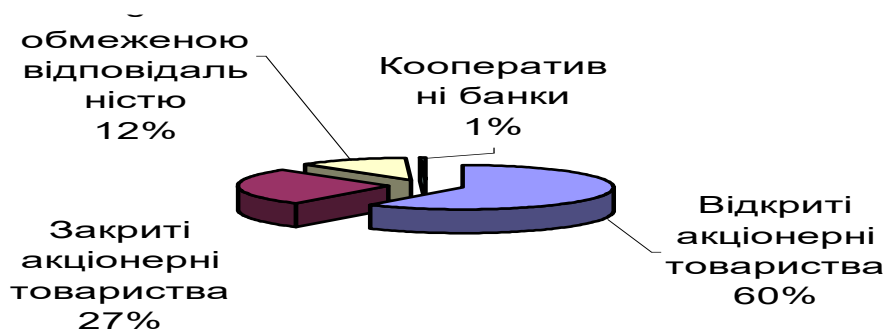


Рис. 2.3. Розподіл комерційних банків України за організаційно-правовою формою у 2002 р. [47, с.149]

Процедура випуску акцій методом публічного продажу проводиться на підставі Законів України “Про цінні папери та фондову біржу” [9], “Про господарські товариства” [118, с.253-284], “Про банки і банківську діяльність” [1], Положення НБУ “Про порядок створення і державної реєстрації банків, відкритті їх філій, представництв та відділень” [21] та Положення ДКЦПФР “Про порядок реєстрації випуску акцій відкритих акціонерних товариств і облігацій підприємств” [20](див. додаток А).

У разі створення банку у вигляді закритого акціонерного товариства підготовка, реєстрація та публікація проспекту емісії не потрібна.

При заснуванні нового банку, на нашу думку, розміщення акцій публічним способом є дуже ризикованим, оскільки інвестори мають недостатню кількість інформації про установу та не схильні ризикувати. Існує велика ймовірність не розмістити емісію (не менше 60 % цінних паперів згідно українського законодавства має бути продано). Тому банкам доцільно спочатку створюватись у вигляді закритого акціонерного товариства шляхом приватного розміщення ЦП або у вигляді товариства з обмеженою відповідальністю. І лише, коли ім'я банку стане відомим на фінансовому ринку, здійснюється перетворення його на публічну установу.

Зокрема, за оцінками іноземних дослідників до середини 90-х років більше половини компаній здійснювали IPO на етапі своєї зрілості, близько 40 % – на етапі росту й менше 10 % – на етапі зародження та пошуку початкового фінансування [149, с.31].

Після заснування банківської установи в процесі діяльності виникає необхідність додаткових емісій акцій (див. додаток Б), яка може бути викликана різноманітними причинами. Це, перш за все, виконання вимог НБУ щодо мінімального розміру статутного капіталу та отримання ліцензій на певні види діяльності, а також з метою дифузії (розпорошення) акціонерної власності й розширення спектру активних операцій.

Особливість додаткової емісії акцій полягає в необхідності проведення підписки на ЦП шляхом реалізації переважного права акціонерів на придбання акцій, а лише тоді здійснення продажу акцій серед решти інвесторів. Це допомагає зменшити ризик скорочення частки акцій основних акціонерів і стороннім інвесторам важче отримати важелі впливу на політику прийняття управлінських рішень.

Первинне розміщення, а також додатковий випуск акцій українськими банками, здійснюється переважно лише в обсягах, які можуть придбати інвестори, перелік яких наперед відомий. Продаж відбувається, переважно, на позабіржовому

організаційно-неоформленому ринку. Це значно ускладнює можливості швидкого генерування значних сум.

З метою залучення більшої кількості інвесторів до купівлі акцій значну увагу комерційним банкам доцільно приділяти проспекту емісії, в якому має бути розкрита така інформація: 1) дані про банк; 2) дані про фінансово-господарський стан за останній рік та квартал, що передував випуску ЦП; 3) дані про емісію [20, с.13-14].

Крім документації, що підлягає розкриттю згідно вимог ДКЦПФР, банківським установам слід розробляти інвестиційний меморандум, який має містити додаткову інформацію, що дозволить інвесторам більш повно оцінити банківську установу.

При складанні інвестиційного меморандуму для більш повного розкриття інформації під час випуску акцій вітчизняні комерційні банки можуть скористатися методикою Value Reporting, що розроблена компанією PricewaterhouseCoopers. Вона передбачає додаткове відображення емітентом такої інформації: 1) опис конкурентного середовища, в якому працює банк (конкуренти, умови здійснення діяльності, бачення майбутніх тенденцій в розвитку ринку); 2) стратегія створення вартості (інформація про місце банку на ринку, його цілі та завдання); 3) управління створенням вартості (активи, витрати, наявний капітал, очікуваний прибуток); 4) платформа вартості (інформація про основу для майбутнього розвитку банку) [162, с.51]. Саме нефінансова інформація про банк (місце на ринку, перспективи діяльності тощо) є на сучасному етапі найбільш цінною для інвесторів.

Банківська установа також може здійснити деномінацію акцій, а саме, подрібнення або спліт (зменшення номіналу) та консолідацію (збільшення номіналу). Цілями спліту є: 1) дифузія власності і реєстрація на біржі; 2) зниження ціни. Консолідація зустрічається рідше, її завданням є підвищення ціни акцій.

В Україні консолідація з часом повинна стати актуальною через дуже низькі номінали акцій, які встановлювались при створенні банків на початку 90-х рр. Деномінація акцій в Україні має певну процедуру (рис. 2.4). Консолідація банківських акцій активізується (з ціллю спрощення фінансових розрахунків, що

проводять інвестори перед придбанням акцій) лише після здійснення котирувань даних ЦП на організаційно-оформленому ринку.

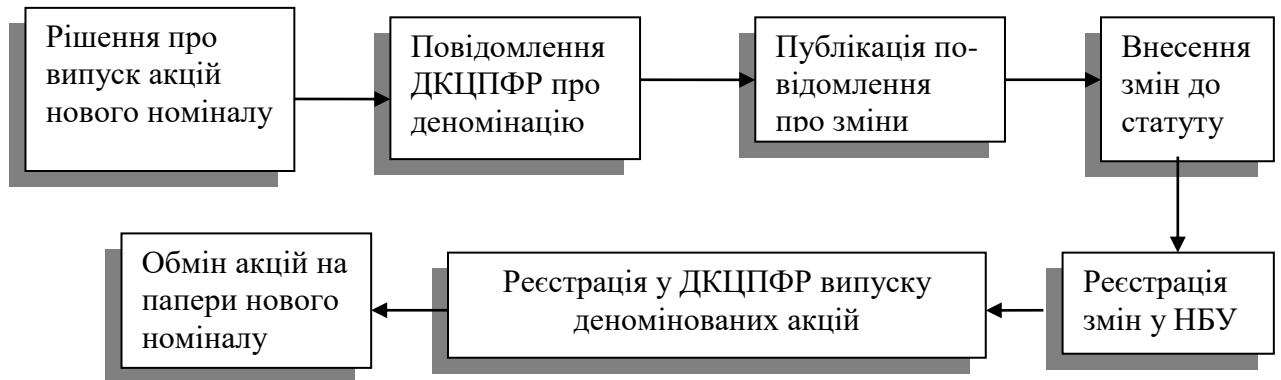


Рис. 2.4. Процес деномінації акцій

Ще одним процесом, що пов'язаний з емісією пайових ЦП, є реорганізація банківських установ. У час, коли НБУ ставить досить високі вимоги до обсягу капіталу, процедура злиття та приєднання банків є досить актуальною. В результаті реорганізації банки мають можливість скористатись перевагами ефектів синергії та диверсифікації. В Україні існує значна кількість малих банків, які змушені зливатися між собою або приєднуватися до більш потужної установи (табл.2.8).

Таблиця 2.8

Хронологія злиття-поглинань комерційних банків України протягом 2002-2003 років¹

Назва банку	Вид та форма реорганізації	Дата надання дозволу на реорганізацію	Статус банку після реорганізації	Назва банку- правонаступника
АКБ “Народний банк”	Приєднання	15.01.2002	Філія	АБ “Укргазбанк”
АБ “Еталон”	Приєднання	1.08.2002	Філія	АППБ “Аваль”
ЗАТ “Інпромбанк”	Приєднання	11.03.2003	Філія	АКБ “Український банк торгового співробітництва”

¹ Примітка. За даними інтернет-сайту www.bank.gov.ua

Цей процес є об’єктивним. Він пов’язаний з нагромадженням та концентрацією капіталу (основні етапи процесу злиття або приєднання наведені в додатку В).

Процедура реорганізації регламентується Положенням ДКЦПФР “Про порядок реєстрації випуску акцій та інформації про їх емісію під час реорганізації акціонерних товариств” та Постановою Правління НБУ №395 щодо “Методичних рекомендацій про порядок реорганізації, реструктуризації комерційних банків” [22; 13].

Важливим аспектом процесу реорганізації є “ворожі поглинання”, що можуть стати актуальними в Україні, де відбувається перерозподіл первинно накопиченого капіталу під час приватизації. Хоча значні пакети акцій банків не перебувають у процесі вільної купівлі-продажу на біржовому ринку, компанія, яка хоче купити певний банк, може придбати акції на позабіржовому ринку безпосередньо в акціонерів, навіть у випадку, коли банк є закритим акціонерним товариством. Це викликано неврегульованістю вказаних питань українським законодавством. Закон України “Про акціонерні товариства”, в якому будуть частково враховані питання вирішення корпоративних конфліктів, ще не ухвалений Верховною Радою України.

На наш погляд, необхідно більш чітко врегулювати процедуру “ворожих поглинань”. Наприклад, слід законодавчо забезпечити неможливість виникнення ситуації, яка простежувалась у США в 80-х рр.: значний ріст ринку “сміттєвих” облігацій (високоризикованих ЦП), кошти від продажу яких направлялись на купівлю компаній конкурентів (методика LBO`s). В цьому контексті доцільною є заборона спрямування коштів, акумульованих шляхом випуску облігацій, на купівлю акцій. Крім того, слід запровадити наступні процедури: 1) при придбанні на біржовому ринку більше 5 % акцій одного емітента покупцю необхідно розкривати інформацію про угоду й подальші наміри щодо цільової фірми; 2) при купівлі більше 20 % акцій одного емітента здійснювати офіційну публічну пропозицію про купівлю компанії (блокуючого чи контрольного пакету).

Врегулювання питання щодо зменшення ймовірності недружньої купівлі банку конкурентом дозволить банківським установам продавати власні акції на організаційно-оформленому ринку. Це сприятиме залученню значно більшого розміру фінансових ресурсів, а ніж розміщення акцій у невеликих обсягах між наперед відомими інвесторами.

Здійснюючи випуск акцій, банк повинен також забезпечити в майбутньому виплату дивідендів своїм акціонерам і щодо цього розробити певну політику.

Банківські установи можуть використати такі напрямки дивідендної політики:

1) виплата дивідендів акціями, тобто збільшення статутного фонду за рахунок капіталізації прибутку;

2) прийняття рішення про невикплату дивідендів, а спрямування прибутку для збільшення регулятивного капіталу банку;

3) виплата невеликих за розміром дивідендів, яка використовується банками на стадії зростання. До установи, яка виплачує невисокий дивіденд, відносяться більш прихильно, ніж до нестійкого платника випадкових великих сум;

4) спрямування значної частини прибутку на дивіденди. Цієї стратегії дотримуються в основному достатньо зрілі банки. В першу чергу, вони орієнтуються на інформаційну складову дивідендів – їх виплата позитивно свідчить про роботу банку;

5) виплата дивідендів на основі певного стабільного коефіцієнта від суми прибутку. Цей коефіцієнт можна отримати з моделі Лінтнера:

$$D_t - D_{t-1} = ar^* \cdot E_t - aD_{t-1},$$

де D_t - поточний дивіденд;

D_{t-1} – дивіденд за минулий період;

a – коефіцієнт швидкості коректування (від 0 до 1);

r^* - цільовий коефіцієнт виплати дивідендів;

E_t - прибуток [178, с.591-592].

Вищенаведена модель передбачає, що зміна величини дивідендів знаходиться в прямій залежності з величиною прибутку за період, який розглядається, та в зворотній залежності з величиною дивідендів за минулий період.

Комерційні банки України на сучасному етапі використовують переважно перших дві стратегії, оскільки перед ними стоїть завдання збільшення розміру капіталізації та розширення обсягу активів за зростаючої конкуренції в банківській сфері. Крім того, згідно вимог Національного банку України недокапіталізованим банкам (44 комерційних банки мали капітал менше 5 млн. євро станом на

01.01.2003 р. [182, с.7]) заборонено в будь-якій формі здійснювати виплату дивідендів (крім виплати дивідендів у вигляді власних акцій).

Інші дивідендні стратегії банки майже не використовують, оскільки величина розміру дивідендів, в першу чергу, впливає на ціну акцій, а пайові ЦП вітчизняних банків в більшості не котируються на організаційно-оформленому ринку.

Разом з тим, існуючу практику емісії акцій можна вдосконалити (з метою залучення більшої кількості інвесторів) за рахунок :

- 1) випуску депозитарних розписок;
- 2) декомпозиції акцій (досвід американської компанії Americus Trust).

Прецедент обігу депозитарних розписок на акції українських емітентів вже існує. На Берлінській фондовій біржі здійснюються котирування депозитарних розписок на акції таких вітчизняних підприємств як “Укрнафта”, “Дніпроенерго” та “Нижньодніпровський трубопрокатний завод” [106, с.8].

Перевагами випуску депозитарних розписок для українських банків будуть:

- 1) можливість оцінити реальну ціну акцій;
- 2) покращення авторитету установи;
- 3) залучення коштів іноземних інвесторів;
- 4) вихід на міжнародні ринки капіталу;
- 5) підвищення котирувань на внутрішньому ринку.

Перспективним напрямком вдосконалення емісійної діяльності щодо акцій є також використання досвіду американської компанії Americus trust [178, с.496-497]. У процесі використання цієї методики банк купуватиме частину виставлених на продаж акцій певної компанії й потім випустить два типи трастових ЦП: “primes” та “scores”. Інвестор згодом може придбати обидва види ЦП. На власника акцій “prime” поширюється право отримання дивідендів, які емітент акцій виплачує банку. Крім того, йому сплачується вартість акції, переоцінена на момент закінчення терміну обігу трастового ЦП, але не вище встановленої межі. Власнику “score” належить решта вище встановленої межі додаткової вартості акцій (якщо вона існує). Здійснення такого випуску комерційними банками України можливе лише на акції компаній, які стабільно виплачують дивіденди та мають значний потенціал зростання своєї ціни на ринку. На жаль, на вітчизняному фондовому ринку таких

акцій небагато (“Укрнафта” та інші “блакитні фішки”), але можливість проведення такого випуску є реальною.

Отже, емісії банківських акцій є важливим методом залучення грошових коштів, основна ціль яких для українських банківських інститутів полягає в забезпеченні достатнього рівня капіталізації, що має визначальну роль у розширенні активних операцій.

Проте головна проблема, що гальмує розвиток цих операцій у відповідності до рівня світової практики, – це відсутність банківських акцій у лістингових списках на організаційно-оформленому ринку. Акції банківських установ є одними з найбільш ліквідних ЦП на міжнародних ринках капіталу. Лише, коли будуть нормативно розроблені механізми захисту українських банків від недружнього поглинання іншими установами, тоді банки зможуть збільшити свою капіталізацію за рахунок продажу акцій на біржах та в торгово-інформаційних системах. Крім того, саме ціна акцій є відображенням фінансового стану банківської установи, на яку звертають увагу як інвестори, так і потенційні клієнти.

Поряд із перевагами, які надає випуск акцій для банківських установ, ця процедура має і недоліки. Головним з них є можливість втрати контролю та впливу на управлінські рішення за рахунок придбання інвесторами блокуючого чи контрольного пакету акцій. Подолати зазначений та інші недоліки можна за рахунок емісії боргових зобов’язань.

Облігації. На відміну від акцій, випуск банківськими установами боргових інструментів не впливає на відносини співвласності, зменшується сума оподаткованого прибутку, оскільки відсотки, що сплачуються банком при обслуговуванні облігаційної позики, вираховуються з прибутку до оподаткування, однак, передбачається виплата фіксованого відсоткового платежу за користування коштами і повернення через певний період суми номіналу.

На даний час випуск облігацій вітчизняними комерційними банками суттєво збільшився (рис. 2.5).

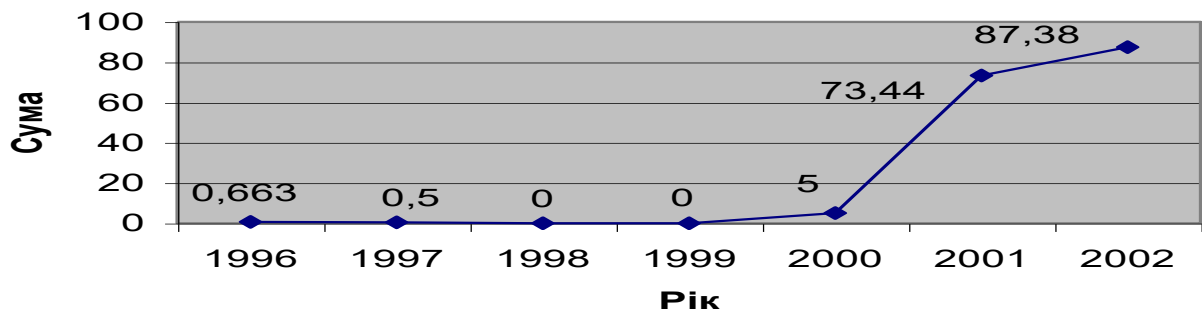


Рис. 2.5. Динаміка випуску банківських облігацій в Україні (млн. грн.) [137]

У 2001-2002 рр. банками було емітовано боргових зобов'язань на суму 73,44 млн. грн. та 87,38 млн. грн. (у 2000 р. лише у розмірі 5 млн. грн.). Причиною такого зростання випуску боргових зобов'язань є зміна порядку оподаткування коштів, які залучає емітент.

Проте, в порівнянні з акціями випуск облігацій є незначним. Так, у 2002 році банками емітовано акцій на 1,2 млрд. грн., а облігацій лише на суму в 87,38 млн. грн., тобто майже в 14 разів менше. Це викликано, в першу чергу, потребою нарощувати статутні фонди комерційними банками за рахунок випуску акцій для виконання вимог НБУ, а також неможливістю емітувати облігації в обсязі, що перевищує 25 % статутного фонду банку [118, с.240].

Головними причинами емісії банківських облігацій є необхідність диверсифікації джерел залучених коштів, а також реалізації певних інвестиційних програм й розширення спектру активних операцій.

Аналіз умов емісії банківських облігацій показує, що термін погашення облігацій коливається від дев'яти місяців до трьох років, а величина відсоткових ставок від 11 % до 15 % (табл. 2.9). В розвинутих країнах світу практикується випуск таких цінних паперів на строк від 5-ти до 10-ти років. В Україні такі терміни залучення будуть актуальними лише за можливості здійснювати реальне довгострокове прогнозування макроекономічної ситуації в країні.

Номинал у вітчизняних банківських облигацій складає 1000 грн., що свідчить про орієнтацію, в основному, на інвесторів-юридичних осіб або на заможне населення.

Таблиця 2.9

Характеристика умов емісії облигацій українських банків¹

Назва емітента	Обсяг випуску, млн. грн.	Номинал, грн.	Купонна ставка, %	Термін обігу, міс.
Надра (20.05.2003)	13,5	1000	13,5	12
Мікрофінансовий банк Серія А (20.05.2003)	3	1000	14	24
Кредит Банк Україна (22.04.2003)				
Серія 2-А	5	1000	11	9
Серія 2-В	10	1000	12	12
Серія 2-С	10	1000	14	18
Кредитпромбанк (27.05.2003)				
Серія 1-А	13,5	1000	1-4 купон – 15%, решту призначає емітент	36
Укрсоцбанк (27.01.2003)	17,5	1000	1-4 купон – 12%, 5-8 купон – ломбардна ставка +2%	24
Меркурій (26.05.2003)	4,875	1000	15	12

¹ Примітка. Побудовано автором за даними інтернет-сайту www.cbonds.com.ua

Мобілізація фінансових ресурсів з допомогою облигаційних позик надасть банкам певні переваги в порівнянні з депозитами:

- 1) кошти, залучені з допомогою облигацій, не включаються до розрахунку обов'язкових резервів, що формують комерційні банки в НБУ;
- 2) за облигаціями, які продані фізичним особам, не має потреби здійснювати відрахування в Фонд захисту вкладів фізичних осіб;
- 3) довші терміни облигаційних ресурсів (в середньому 2-3 роки);
- 4) можливість у короткий строк генерувати значний обсяг коштів.

Крім того, вчасне погашення облигацій сприятиме формуванню авторитету банку як надійного позичальника на ринку боргових зобов'язань.

Для розширення присутності на ринку корпоративних облигацій та вирішення проблем, з якими зіштовхуються українські банки при випуску облигацій (мінливість відсоткових ставок, а також низький попит з боку інвесторів), комерційні банки

можуть скористатися наступними інноваціями при випуску боргових зобов'язань: 1) емісія облігацій з вбудованими опціонами; 2) випуск боргових ЦП з “плаваючою” відсотковою ставкою; 3) сек'юритизація активів; 4) стріпінг; 5) випуск єврооблігацій.

Облігації з вбудованими опціонами. Зменшення ризику мінливості відсоткових ставок банківські установи можуть досягти шляхом включення в проспект емісії застереження про відзив (опціон “колл” для емітента). Проте включення відзивних застережень до проспекту емісії зменшує попит на облігації, а тому вони повинні мати вищі купонні ставки в порівнянні з простими інструментами цього типу.

З метою стимулювання попиту інвесторів банк може передбачати власнику облігації можливість продати випуск емітенту в певні строки, що відмінні від дати погашення (тобто це комбінація простої облігації і “довгого” “пут”-опціону на облігації). Емісія такого типу боргових зобов'язань вже практикується в Росії, де вони носять назву облігацій з вбудованою офертою погашення [124, с.14]. Механізм вбудованої оферти передбачає можливість інвестору достроково погасити належні йому облігації, скориставшись через певний період часу гарантованим котируванням на купівлю облігації, що була попередньо виставлена емітентом у вигляді оферти. В Україні, наприклад Кредитпромбанк, емітувавши облігації строком на три роки, передбачив в умовах випуску можливість дострокового погашення облігацій для інвесторів через 9 місяців після емісії.

Крім того, з метою збільшення попиту з боку інвесторів на облігації, комерційні банки можуть емітувати облігації, що амортизуються, тобто зі сплатою кожного купонного платежу буде погашатися частина номіналу боргового інструмента. Це дозволить зменшити величину купонної ставки та збільшити термін залучення коштів.

Боргові цінні папери з “плаваючою” відсотковою ставкою. Захистом від нестабільності відсоткових ставок є також випуск боргових інструментів з “плаваючою” ставкою, яка буде коливатися в залежності від кон'юнктури ринку. Комерційні банки можуть встановити розмір купону з прив'язкою до міжбанківської ставки кредитування KIBOR, облікової чи ломбардної ставки НБУ, індексу інфляції

тощо. Так, Укрсоцбанк прив'язав величину купону за власними облігаціями до ломбардної ставки НБУ (див. табл.2.9., с.80).

Сек'юритизація активів. Даний процес полягає в групуванні однорідних за своїми характеристиками кредитів у єдиний пул та випуску боргових ЦП, обслуговування обігу яких здійснюється шляхом генерування доходів за кредитами, що об'єднані в пул. Об'єктом сек'юритизації в більшості є іпотечні кредити.

Щодо створення ринку іпотечних ЦП в Україні та залучення до цього процесу комерційних банків, то лише у 2003 році прийняті Закони України “Про іпотеку” й “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” [4; 5].

Згідно даних нормативних актів, в Україні можуть здійснювати обіг такі ЦП, що пов'язані з іпотечним кредитуванням, як заставні та іпотечні сертифікати. Заставною оформляється іпотечний кредит і власником даного фінансового інструмента є переважно банківські установи.

Власник заставної може до настання строку виконання боржником зобов'язань за заставною проводити операції з належними йому заставними для рефінансування власної діяльності шляхом залучення додаткових грошових коштів від інших осіб. Рефінансування може здійснюватися такими способами [4, с.20]: 1) відчуження (продаж) заставної шляхом вчинення індосаменту; 2) продаж заставної з зобов'язанням зворотного викупу (операція РЕПО); 3) передача заставної в заставу для забезпечення виконання зобов'язань перед іншими кредиторами; 4) емісія іпотечних ЦП. Сек'юритизацію активів з допомогою емісії іпотечних сертифікатів банки можуть здійснювати шляхом об'єднання іпотечних активів з однаковими характеристиками в іпотечний пул.

Основними видами ЦП, що зможуть здійснювати обіг в Україні (з 01.01.2004р.), є: 1) іпотечні сертифікати з фіксованою дохідністю – це інструменти, забезпечені іпотечними активами, та посвідчують права власників на отримання номінальної вартості та процентів за сертифікатами, а також на задоволення вимог – в разі невиконання емітентом прийнятих на себе зобов'язань – із вартості іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів; 2) іпотечні сертифікати участі –

це сертифікати, забезпечені іпотеками, та посвідчують долю його власника в платежах за іпотечними активами [5, с.19].

Випуск сертифікатів з фіксованою доходністю матиме більший попит з боку інвесторів, оскільки ризик дострокового виконання основних зобов'язань, реформованих у консолідований іпотечний борг, приймає на себе емітент.

Рефінансування з допомогою іпотечних ЦП з 1 січня 2004 року зможуть здійснювати як комерційні банки, так і спеціалізовані іпотечні установи. В перспективі також передбачається створення Державного іпотечного банку. Наприклад, на рівні Європейського союзу, згідно статті 22(4) Інвестиційної директиви ЄС 1988 р., емісію цих інструментів обов'язково повинні здійснювати кредитні установи [141, с.78].

Проведення трансформації активів вітчизняними комерційними банками на основі іпотечних кредитів надасть їм такі вигоди: 1) збільшення попиту інвесторів на банківські іпотечні ЦП через наявність чітко визначеного забезпечення в порівнянні з іншими фінансовими інструментами; 2) отримання прибутку за рахунок різниці доходів за іпотечними кредитами та витрат за емітованими на їх основі ЦП; 3) залучення більшої кількості ресурсів для розширення довгострокового кредитування; 4) банки-ініціатори сек'юрітизації можуть за рахунок передачі частини кредитного портфеля іншому банку або іпотечній спеціалізованій установі списати з балансу іпотечні кредити та завдяки цьому виконувати вимоги щодо нормативів капіталу.

Стріпінг. Це процес відокремлення контрактних платежів облігацій за окремими купонами й за виплатою номіналу. Наприклад, банк придбаває процентні облігації внутрішньої державної позики (ПОВДП), що погашатимуться через 1 рік, і передбачають щомісячну виплату купонних платежів. На основі цього інструменту банк емітує 13 розписок (12 купонних виплат і номінал) на дисконтній основі.

Вперше такі документи були випущені в серпні 1982 р. компаніями Merrill Lynch і Salomon Brothers. Merrill Lynch випустила свої "безкупонні розписки" на казначейські облігації під назвою Treasury Income Growth Receipt (TIGRs), а Salomon Brothers – під назвою Certificate of Accrual on Treasure Securities (CATS) [159, с.442-

443]. Інвестиційні банкіри виявили, що вони могли мати за двома частинами (купони й номінал) в сукупності більш високу ціну в порівнянні з самою облігацією, тим самим отримуючи прибуток від перепродажу за більш високою ціною в процесі створення.

Процес проведення процедури стріпінгу забезпечить українським банкам зменшення кількості неліквідних ЦП у своїх портфелях, оскільки ПОВДП й КОВДП можна буде розділити на інструменти, які включатимуть короткострокові ЦП, що мають попит на ринку, та збільшить обсяг торгів на ринку за рахунок продажу нового виду фінансових інструментів. Зростанню попиту на розщеплені ЦП буде сприяти також захист інвесторів від ризику реінвестицій, оскільки ці фінансові інструменти продаватимуться на дисконтній основі. Це нівелює ризик реінвестицій купонних платежів за нижчою відсотковою ставкою.

Єврооблігації. З допомогою цього інструмента комерційні банки України зможуть генерувати грошові ресурси на міжнародних ринках капіталу. Але при цьому є одна важлива проблема – це низький кредитний рейтинг нашої держави (B2 – визначений агентством Moody's і B – визначений агентством Fitch за короткостроковими зобов'язаннями [91, с.6]). Проте існує можливість акумуляції коштів на світовому РЦП через іноземну компанію від імені українського емітента. Суть цієї схеми полягає в емісії єврооблігацій від імені закордонного андеррайтера (як правило від імені великого інвестиційного банку) з наступним кредитуванням українського банку андеррайтером, при цьому на ЦП вказується назва української установи. Андеррайтер обслуговує й погашає позику за рахунок коштів, що поступають від українського банку. Прикладом такого випуску є емісія облігацій “Київстар-GSM” на суму \$100 млн., що була здійснена німецьким банком Dresdner Kleinwort Wasserstein наприкінці 2002 р. строком на три роки з доходністю 12,75 % (за даними інтернет-сайту www.cbonds.com.ua)

Перевагами вказаної схеми випуску облігацій для банків є незалежність від державних установ; максимальна стійкість до змін законодавства; універсальність по відношенню до українських юридичних осіб. Недоліками є суттєві витрати на

організацію і виплату комісійних андеррайтеру; необхідність представлення застави і короткостроковість схеми.

Випуск єврооблігацій доступний зараз лише для крупних українських банків і на його організацію та обслуговування облігаційної позики (високі відсоткові ставки у зв'язку з низьким рейтингом держави) необхідні значні витрати. Згідно градації міжнародних рейтингових агентств (див. додаток Д) у вітчизняних банків кредитні рейтинги високоспекулятивного рівня, що є свідченням суттєвого ризику і слабкої фінансової стійкості згідно світових стандартів (табл. 2.10).

Таблиця 2.10

Міжнародні кредитні рейтинги вітчизняних комерційних банків в 2002 році¹

Назва банку	Рейтинг	
	Moody`s	Fitch
Приватбанк	-	CCC+
Індустріалбанк	-	CCC-
Перший український міжнародний банк	-	CCC+
Надра	B3	-

¹ Примітка. За даними інтернет-сайту www.pbank.com.ua

За позитивної динаміки економічних перетворень банки зіштовхнуться з потребою випуску євробов'язань як необхідного елемента покращення іміджу установи та джерела залучення дешевих ресурсів, мобілізація яких не контролюється національним законодавством.

Отже, комерційні банки України мають значні можливості для розширення джерел генерування коштів з допомогою випуску різних видів облігацій (з вбудованими опціонами, з “плаваючою” відсотковою ставкою, іпотечних боргових зобов'язань та інших).

Крім того, поряд з випуском облігацій банківські установи можуть емітувати ще один вид боргових ЦП – депозитні сертифікати.

Депозитні сертифікати. Вказаний фінансовий інструмент є за суттю депозитом, а за формою – цінним папером. Головна перевага випуску депозитних сертифікатів для клієнтів банку – це можливість забезпечити їх конфіденційність через емісію цих фінансових інструментів на пред'явника. Їх можна дарувати, успадковувати та закладати. Згідно Постанови Кабміну і НБУ №1124 від 28.08.01.

“Про рекомендації Групи з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей” операції з ощадними сертифікатами на пред’явника в переважній більшості відносяться до сумнівних банківських операцій [64, с.6]. Тому комерційні банки України майже з ними не працюють.

Одним з напрямків збільшення випуску та продажу депозитних сертифікатів є їх емісія з великим номіналом, які будуть продаватись між банками, та створення відповідного вторинного ринку.

У США “Ферст нешнл сіті бенк оф Нью-Йорк” (пізніше “Сітікорп”) перший в світі почав випуск крупних (номінал більше \$100 тис.) переказних депозитних сертифікатів [140, с.407-408]. Перевагою великономінальних сертифікатів є відсутність вимог щодо резервування та висока ліквідність. Проте сертифікати номіналом до \$100 тис. страхуються Федеральною корпорацією страхування депозитів.

Необхідність створення такого ринку в Україні, насамперед, викликана потребою збільшити диверсифікацію джерел залучення фінансових ресурсів банківськими установами. Крім того, банки отримають інструмент з допомогою якого можна буде управляти ліквідністю через пасиви.

Переваги, які отримають комерційні банки від створення міжбанківського ринку депозитних сертифікатів, полягають у наступному: 1) довші терміни залучення ресурсів, ніж при міжбанківському кредитуванні; 2) оформлення взаємовідносин між банками депозитними сертифікатами сприятиме створенню їх вторинного ринку та можливості перепродажу ЦП з метою отримання прибутків від зміни ціни; 3) комерційні банки-власники депозитних сертифікатів зможуть продавати їх на ринку й у випадку потреби грошових ресурсів, а також отримувати рефінансування від НБУ під заставу сертифікатів; 4) банки-емітенти матимуть оперативне джерело залучення грошових коштів; 5) організація емісії є дешевшою, ніж для інших ЦП, оскільки не потрібно публікувати проспект емісії та реєструвати випуск у ДКЦПФР.

Вважаємо за доцільне, щоб Національний банк України: 1) ініціював створення юридичної основи міжбанківського ринку депозитних сертифікатів; 2) зацікавив

комерційні банки до операцій з цими інструментами через можливість їх використання для рефінансування з боку НБУ; 3) не включав до коштів, за якими необхідно створювати обов'язкові резерви, ресурси, залучені від випуску міжбанківських депозитних сертифікатів; 4) на основі комп'ютеризованої системи кількісного обліку депозитних сертифікатів НБУ "СЕРТИФ", розробив подібну електронну систему, що буде обслуговувати розміщення, обіг та погашення міжбанківських депозитних сертифікатів.

Таким чином, вітчизняні банківські установи можуть здійснювати залучення коштів шляхом випуску акцій, облігацій та депозитних сертифікатів. На даний час в українській банківській системі переважає випуск акцій, у зв'язку з необхідністю нарощення капіталізації банківськими установами, проте ринок облігацій та депозитних сертифікатів теж має майбутнє. Для їх розвитку, насамперед, необхідне створення відповідного правового поля та усвідомлення банківськими фахівцями невідворотності розвитку ринків цих інструментів. Аналіз проблем з якими зіштовхуються комерційні банки при випуску боргових зобов'язань, а саме, непередбачуваність макроекономічної ситуації в країні, мінливість відсоткових ставок та низький попит з боку інвесторів, дозволяє зробити висновок про необхідність проведення емісії облігацій з вбудованими опціонами, з "плаваючими" відсотковими ставками, сек'юритизації активів тощо, які сприятимуть більш ефективному генеруванню грошових коштів. З метою управління ліквідністю через пасиви доцільним є створення міжбанківського ринку депозитних сертифікатів.

Основним аспектом, що повинен враховуватись при випуску ЦП, є його узгодження з емісійною політикою та стратегічними завданнями банку. Крім того, в сучасних економічних реаліях проведення маркетингових процедур є невід'ємною складовою цього виду діяльності.

2.3. Формування банками портфеля фінансових інвестицій

Комерційні банки в процесі своєї діяльності значну увагу приділяють купівлі-продажу ЦП як елементу диверсифікації активних операцій та розширення джерел

отримання доходів. Придбані банком ЦП утворюють “портфель”. Ця категорія походить від італійського *portafoglio*, що утворене латинськими коренями *portare* – “носити” і *foglio* – “аркуш” або “аркуш паперу” [146, с.427]. Щодо використання цього поняття в банківській практиці, то портфель є сукупністю ЦП, які згруповані для досягнення поставленої мети. Американець Р.Дж.Тьюлз стверджує, що “портфель” також вживається й до програми інвестора [158, с.442]. Портфель ЦП є вулчим поняттям, ніж інвестиційний портфель, оскільки останній включає до свого складу і операції, пов’язані з реальними інвестиціями.

В Україні комерційні банки формують портфелі ЦП, до складу яких входять (рис.2.6):

- портфель ЦП на продаж, який включає ЦП, що обертаються на активному ринку і придбаваються на короткий строк (не більше 1-го року) з метою подальшого продажу;
- портфель ЦП на інвестиції – це ЦП, придбані з метою їх утримання до погашення або на строк більше 1-го року, а також папери, придбані на строк до 1-го року, які не обертаються на активному ринку;
- портфель пайової участі – це вкладення в фінансові інструменти певного емітента в обсязі не менше 20 % його капіталу;
- портфель вкладень у дочірні компанії – це придбання пакету ЦП емітента в обсязі не менше ніж 50 % його капіталу, що забезпечує контроль над ним [9, с.9].

Балансова вартість портфеля ЦП на продаж переоцінюється щомісяця, а портфеля на інвестиції – щороку згідно правила нижчої вартості, яке полягає у відображенні ЦП за нижчою з двох вартостей – балансовою чи ринковою. Переведення ЦП з портфеля на продаж у портфель на інвестиції здійснюється при утриманні цих паперів більше 1-го року. Переведення ЦП з портфеля на інвестиції в портфель на продаж здійснюється у таких ситуаціях: 1) наявність фактів значних змін стану кредитоспроможності (погіршення або поліпшення) емітента, що підтверджується певними документами; 2) реорганізація банку; 3) застосування або зміна вимог нормативних актів щодо заборони чи обмеження максимальної суми

інвестицій банків у певні види ЦП; 4) погіршення нормативів платоспроможності, достатності капіталу, ліквідності, інвестування, пов'язане із операціями з ЦП, у зв'язку зі змінами нормативних вимог НБУ, що викликає потребу у скороченні суми активів банку; 5) зміна інвестиційної політики банку [99, с.34].

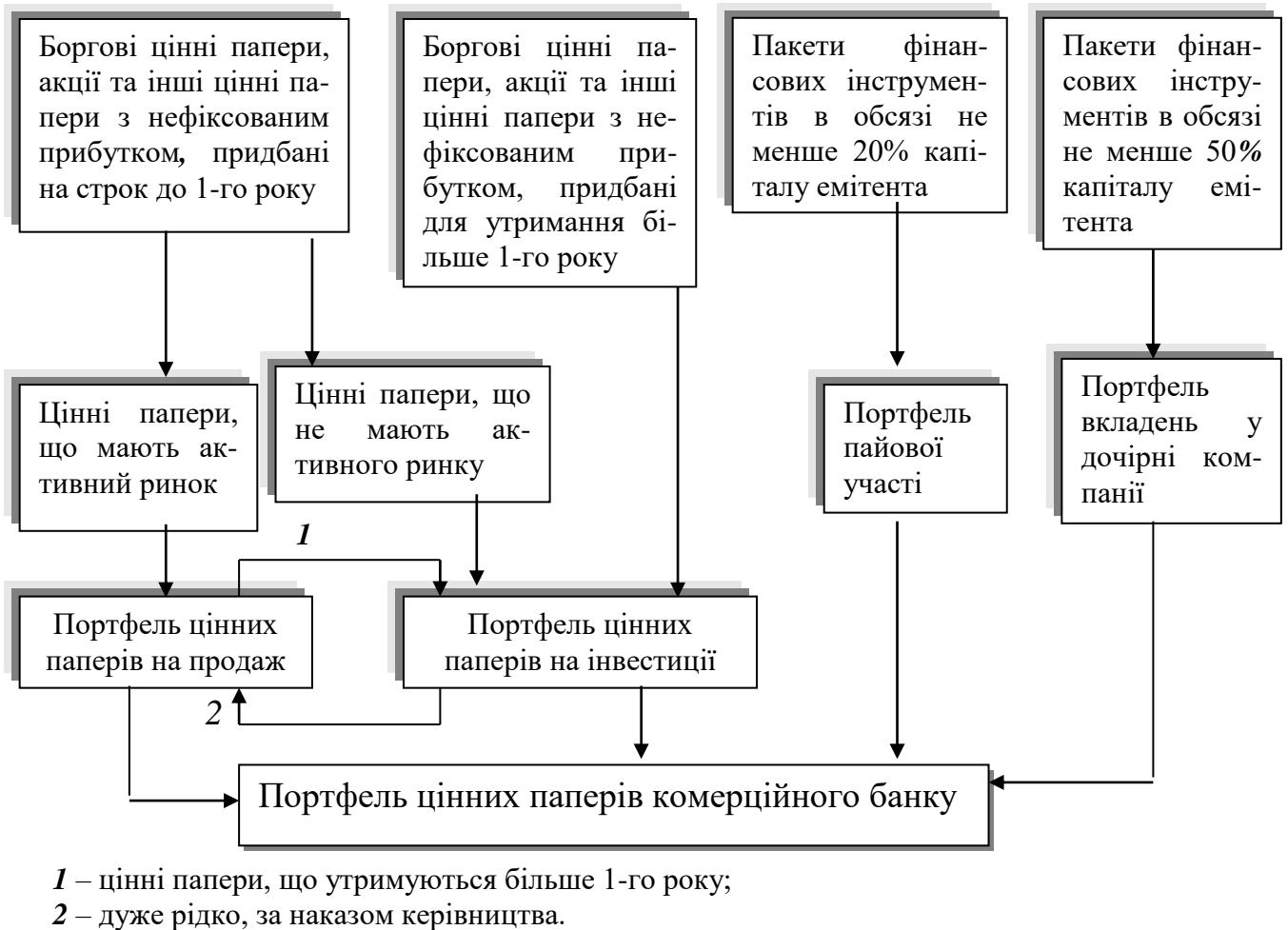


Рис. 2.6. Класифікація портфеля цінних паперів банку

Діяльність банків, пов'язана з придбанням, утриманням та продажем ЦП, у комплексі складає інвестиційний процес. Щодо його складу існує багато позицій [36; 43; 53; 101; 111]. На наш погляд, етапи інвестиційного процесу для вітчизняних комерційних банків можна сформулювати так:

1. Розробка інвестиційної політики банку.
2. Аналіз ЦП:
 - а) фундаментальний аналіз;
 - б) технічний аналіз;

в) сучасна портфельна теорія та методики, запропоновані в її розвиток.

3.Формування банківського портфеля ЦП.

4.Моніторинг портфеля ЦП та формування резервів на відшкодування можливих збитків за операціями з ЦП.

5.Оцінка ефективності портфеля ЦП.

Першим етапом при вкладенні коштів у ЦП є вибір інвестиційної політики, яка є сукупністю принципів та положень, що визначають концептуальні засади діяльності банківської установи на фондовому ринку.

На наш погляд, основними положеннями інвестиційної політики банку повинні бути: 1) цілі інвестування та їх узгодження з стратегічною метою діяльності банківської установи; 2) визначення періоду, на який розробляється дана політика; 3) обмеження регуляторних органів; 4) власні застереження щодо розміщення коштів у ЦП; 5) податкові пільги; 6) визначення бази для порівняння ефективності вкладень.

Основна ціль банківського інвестування – забезпечити дохідність, яка буде вища, а ніж витрати, пов'язані з обслуговуванням залучених коштів. На її основі менеджмент розробляє конкретні завдання, серед яких: збереження коштів; зростання капіталу; дохідність; ліквідність; мінімізація ризику. Одночасно всі ці завдання вирішити неможливо, оскільки не існує “ідеальної” інвестиції, а тому акцентується увага на одному з цих напрямків. Збереження коштів – це забезпечення захисту від інфляційних змін. Зростання капіталу – передбачає орієнтацію на ті ЦП, які мають потенціал зростання курсової вартості. Ліквідність – це можливість продажу фінансового інструмента в будь-який момент за сприятливими цінами. Дохідність – це придбання ЦП з метою отримання дивідендів за акціями та відсотків за борговими ЦП. Мінімізація ризику – купівля ЦП з низькою волатильністю з метою зменшення загального розміру ризику для банку. Серед усіх перелічених завдань банківська установа повинна вибрати пріоритетне.

Іншим важливим елементом політики банку щодо інвестування є розрахунок планового горизонту, тобто періоду протягом якого буде здійснюватись реалізація поставлених цілей. Підтримуючи точку зору Я.М.Міркина, який вважає прийнятним

термін у 2-3 роки [113, с.42], вважаємо за необхідне розділити зазначений термін на підперіоди з метою можливого коригування складу портфеля ЦП під час моніторингу ефективності обраної інвестиційної стратегії.

Наступним етапом є визначення обмежень регуляторних органів до операцій з ЦП. Так, банкам необхідно виконувати норматив інвестування в акції та інші ЦП з нефіксованим прибутком окремо за кожною установою, який повинен становити не більше 15 % капіталу та норматив загальної суми інвестування – не більше 60 % [12, с.25]. Крім того, при розрахунку нормативу адекватності регулятивного капіталу враховуються вкладення в ЦП, зважені за рівнем ризику. Як наслідок, банк, придбавши ЦП, повинен співставити їх обсяг з розміром власного капіталу.

Банк також встановлює власні застереження щодо інвестицій, а саме, визначає певний граничний відсоток вкладення коштів в інструменти одного емітента, відсоток вкладень в певну галузь, в певний тип ЦП (табл.2.11).

Таблиця 2.11

Кількісні критерії розподілу інвестицій (Меріл Лінч, 1995 р.) [113, с.60]

Тип портфеля	Акції, %	Облігації, %	Грошовий резерв, %
Збереження капіталу	10	55	35
Підтримання поточної ліквідності	30	60	10
Довгостроковий ріст	70	25	5
Підтримання дохідності та перспектив росту	40	50	10
Агресивний (спекулятивний)	50	35	15

Українські комерційні банки можуть (без письмового дозволу НБУ) інвестувати кошти в цінні папери з нефіксованим прибутком будь-якої юридичної особи в розмірі, що становить не більше ніж 5 % регулятивного капіталу банку; юридична особа, в яку здійснюється інвестиція, веде виключно діяльність з надання фінансових послуг; регулятивний капітал банку повністю відповідає вимогам, встановленим НБУ [12]. Решту обмежень банківські установи визначають самостійно, виходячи з практики, що склалась на ринку та власних цілей.

У інвестиційній політиці також визначаються ЦП, з придбанням яких банк отримує податкові преференції. В Україні таких переваг не має жоден фінансовий інструмент. Для порівняння в США, вкладаючи кошти в муніципальні боргові

зобов'язання, інвестор звільняється від сплати федеральних податків. Дивіденди за привілейованими акціями, що сплачуються за національною емісією акціонерного капіталу іншому національному корпоративному власнику, на 70 % не обкладаються податком [158, с.68;39].

На нашу думку, в Україні слід звільнити від оподаткування доходи за облігаціями місцевих органів влади, кошти від емісії яких направляються на реалізацію певних інвестиційних проектів, що сприяють розвитку регіональної економіки.

Останнім елементом, що включається до інвестиційної декларації банку, є визначення бази для порівняння ефективності вкладень. У переважній більшості країн – це забезпечення дохідності, що на декілька відсотків перевищує дохідність певного фондового індексу. В Україні в такій ролі можна використати ПФТС-індекс. Крім того, банк може використати рівень дохідності інвестицій як певну величину, яка перевищує вартість залучення коштів, що в українській практиці за слабого розвитку інформаційної бази є більш прийнятним.

Всі перелічені складові інвестиційної політики банку повинні бути затверджені у вигляді внутрішнього положення (“Меморандуму інвестиційної політики”) та стати першочерговим орієнтиром при здійсненні операцій на РЦП.

Наступною складовою інвестиційного менеджменту є проведення фінансового аналізу для визначення об'єктів вкладення грошових ресурсів. Традиційно передбачається використання фундаментального або технічного аналізу. В Україні основна увага приділяється першому з них. У класичному розумінні з його допомогою виявляють “дійсну” вартість цінних паперів. Його використання додатне не для всіх ЦП. Щодо акцій, то методологія даного типу аналізу передбачає визначення ціни через дисконтування дивідендів, а тому об'єктом оцінки є лише пайові ЦП, за якими він сплачується. Фундаментальний аналіз включає низку етапів (рис. 2.7).

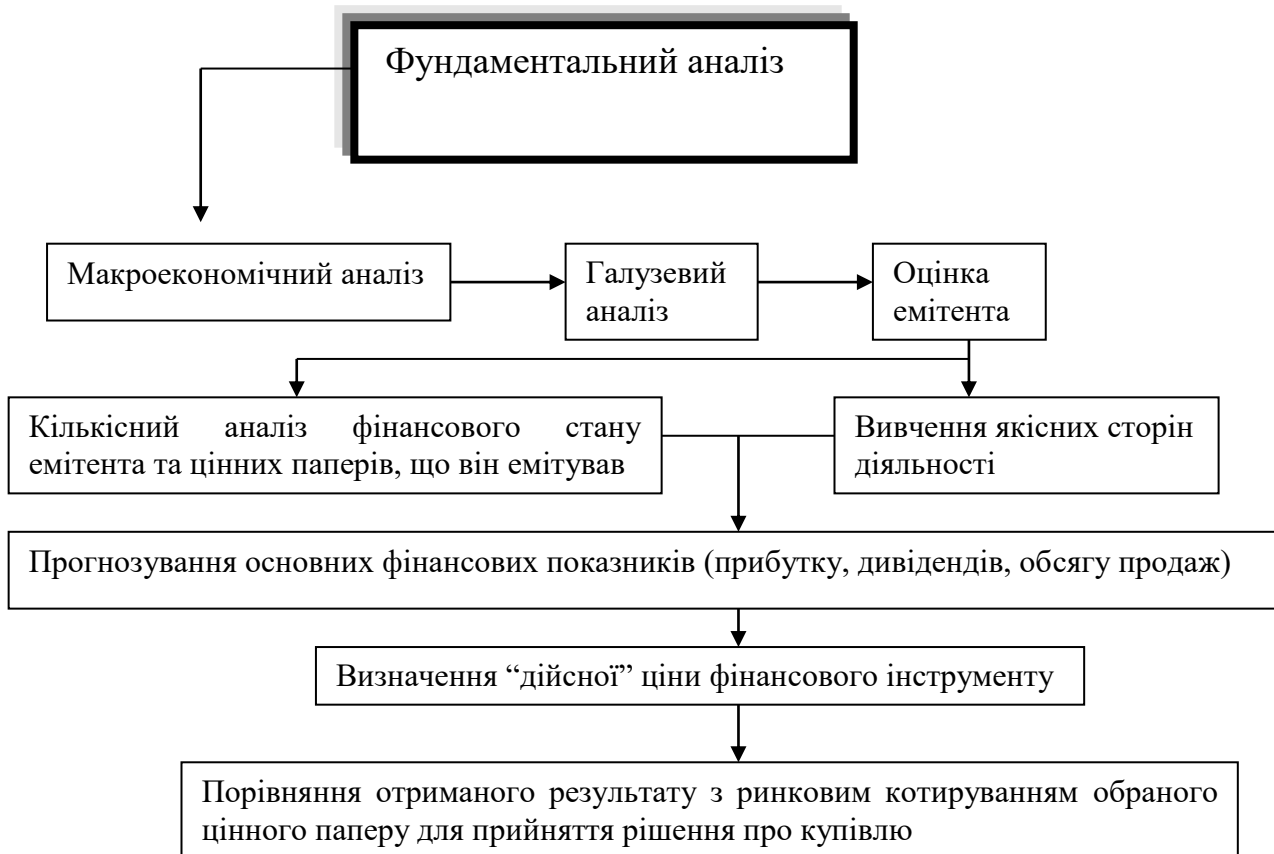


Рис. 2.7. Основні етапи фундаментального аналізу цінних паперів

Макроекономічний аналіз. З його допомогою банківська установа здійснює відстеження, оцінку та критичний аналіз основних економічних індикаторів і визначає їх вплив на стан РЦП. Саме макроекономічний аналіз дозволяє банку визначити, який сегмент фінансового ринку (фондовий, валютний, кредитний) на цей момент є найбільш дохідним та привабливим для вкладення коштів.

На основі оцінки динаміки макроекономічних індикаторів в Україні (див. додаток Е) можна констатувати, що в 1998 р. відбулось поглиблення кризових явищ та лише в 2000 р. відбулось реальне зростання економіки, про що свідчить ріст ВВП на 5,8 %, промислового виробництва – на 12,9 %, а також наявність профіциту державного бюджету. Ця тенденція збереглась й в 2001-2002 рр.

Проте динаміка макроекономічних показників на сучасному етапі в Україні не має визначального впливу на рух цін РЦП. Наприклад, у 2001 р. спостерігався значний ріст обсягу ВВП (9,1 %), а фондовий ринок мав стійку тенденцію до

падіння (-21,5 %), хоча у “класичному” варіанті вони повинні рухатись в одному напрямку.

Для визначення привабливості певного сегмента фінансового ринку банкам доцільно простежувати динаміку зміни дохідності від вкладення коштів у певний інструмент (валюту, ЦП, надання кредиту), здійснювати їх порівняння та прогнозування. Валютний ринок України на даний час є непривабливим для комерційних банків, оскільки спекулятивні операції (отримання доходу від купівлі-продажу валюти за власний рахунок на міжбанківському ринку) є заборонені, а дозволено придбання та продаж валюти лише під реальні контракти клієнтів.

Порівняння фондового та кредитного ринків України свідчить про вищу дохідність першого з них (табл. 2.12).

Таблиця 2.12

Порівняльна характеристика дохідності кредитування та інвестицій в цінні папери [47, с.78,87,144]

Показник	1998	1999	2000	2001	2002
Дохідність ПФТС-індексу, % (ринок акцій) ¹	-73,1	71,9	41,7	-21,5	33,4
Середньозважена ставка за кредитами суб'єктам господарювання та фізичним особам, %	54,5	53,4	40,3	31,9	24,8
Середньозважена дохідність державних облігацій на первинному ринку, %	54,8	27,5	20,5	15,7	10,8
Середньозважена ставка за міжбанківськими кредитами, %	40,4	48,1	18,4	17,4	5,6

¹Примітка. За даними звіту ПФТС за 2002 рік[136, с.9]

За рівнем дохідності впродовж більшості років, що аналізуються (крім 1998 р. та 2001 р.), найбільш привабливим є ринок акцій (33,4 % в 2002 р.). Другим за прибутковістю є ринок кредитування суб'єктів господарювання та фізичних осіб (24,8 % в 2002 р.). Ринок ДЦП (10,8 % в 2002 р.) є більш привабливим, а ніж ринок міжбанківського кредитування (5,6 % в 2002 р.), який забезпечує найменшу дохідність. Разом з тим, простежується тенденція до зменшення дохідності на усіх сегментах фінансового ринку, що викликано в першу чергу зупиненням інфляційних процесів в Україні (за підсумками 2002 р. була зафіксована дефляція у розмірі 0,6 %).

Отже, найбільш дохідним сегментом фінансового ринку для інвестування коштів банківськими установами (за середньостатистичними даними) є ринок акцій.

Галузевий аналіз. Ця складова фундаментального підходу до формування портфеля ЦП допомагає банкам більш повно визначити економічну ситуацію в країні та напрямки інвестиційних вкладень. Цей тип дослідження дає можливість банківським установам скоротити відбір кількості ЦП, що буде аналізуватися, на основі встановлення найбільш інвестиційно привабливих галузей.

Для здійснення галузевого аналізу необхідно провести вивчення динаміки та структури основних видів економічної діяльності (табл.2.13).

Таблиця 2.13

Динаміка та структура обсягів виробленої продукції за видами промислової економічної діяльності в Україні [66; 152]

Види промислової економічної діяльності	Вироблено продукції (у діючих цінах) у 2002 р., млрд. грн.	Приріст, зменшення (у порівняльних цінах), %, 2002 р. до 2001 р.	Частка в загальному обсязі, %
Промисловість	171,2	7,0	100,0
Добувна промисловість	19,54	2,3	11,4
Харчова промисловість та перероблення сільськогосподарських продуктів	30,14	8,4	17,6
Легка промисловість	2,5	0,4	1,5
Оброблення деревини і вироблення виробів з неї	0,99	23,4	0,6
Целюлозо-паперова, поліграфічна промисловість, видавнича справа	3,14	8,4	1,8
Вироблення коксу та продуктів нафтоперероблення	7,66	25,5	4,5
Хімічна та нафтохімічна промисловість	11,29	6,5	6,6
Виробництво неметалевих мінеральних добрив	5,37	5,3	3,1
Металургія та оброблення металу	36,68	3,9	21,4
Машинобудування	21,15	11,3	12,4
Виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	27,08	11,0	15,8

Динаміка зміни обсягів виробництва в Україні за основними видами економічної діяльності свідчить, що найбільш привабливими є галузі з вироблення коксу та продуктів нафтопереробки (25,5 % приросту в 2002 р. у порівнянні з

2001 р.), деревообробна промисловість (23,4 %), харчова промисловість (17,6 %), машинобудування (11,3 %), виробництво електроенергії (11 %).

Виходячи з галузевої структури промисловості, можна зробити висновок, що велику вагу мають чорна металургія (21,4 %), виробництво і розподілення електроенергії, газу та води (15,8 %), машинобудування (12,4 %) а також добувна промисловість (11,4 %). Це є свідченням сировинної орієнтації вітчизняного виробництва.

Дані про галузеву структуру обсягу торгів акціями на найбільшому в Україні фондовому майданчику ПФТС частково підтверджують вищенаведені результати щодо найбільш привабливих сфер економічної діяльності: 1) енергетика (14,97 % від загального обсягу торгів на вторинному ринку в ПФТС); 2) газопостачання (13,22%); 3) хімічна і нафтохімічна промисловість (10,31 %); 4) паливна (8,79 %); 5) машинобудування і металообробка (7,96 %); 6) будівництво (6,53 %); 7) торгівля і громадське харчування (5,66 %) [136, с.9].

Більш повно доповнити галузевий аналіз допоможе оцінка напрямків прямих іноземних інвестицій, які є свідченням майбутніх перспектив виробництва (рис. 2.8).

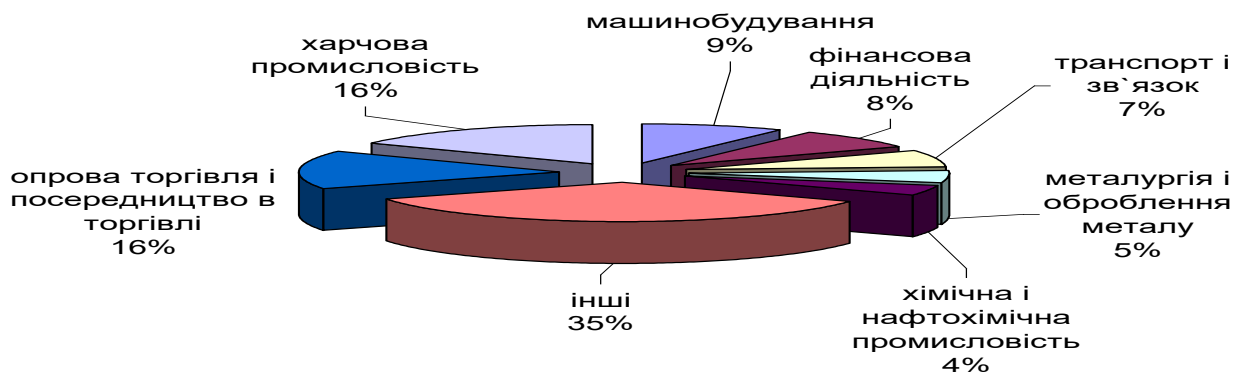


Рис. 2.8. Структура іноземних інвестицій за видами економічної діяльності у 2002 р. [152, с.21]

Як показує аналіз, найбільший обсяг іноземних інвестицій припадає на харчову промисловість та перероблення сільськогосподарських продуктів (16 % від

загального обсягу), оптову торгівлю та посередництво в торгівлі (16 %), а також на машинобудування (9 %).

Таким чином, найбільш інвестиційно привабливими ЦП (за темпами росту основних видів економічної діяльності) є інструменти, емітовані підприємствами, електроенергетики, нафтопереробки та машинобудування. Проте, враховуючи напрямки іноземних інвестицій, структура галузей буде змінюватись в напрямку переакцентування уваги до харчової промисловості та машинобудування.

Проведення всебічного галузевого аналізу потребує великих затрат як для пошуку інформації, так і для її обробки та констатації результатів. Тому банківським аналітикам доцільно співставити витрати на аналіз і вигоду, що можна отримати в майбутньому.

Оцінка фінансового стану емітента. На основі отриманих даних про найбільш привабливі галузі для здійснення інвестицій, банківська установа здійснює оцінку підприємств, які представляють ці галузі економіки, та ЦП, емітованих ними.

Згідно вимог НБУ, за кожним емітентом, ЦП якого купує банк, необхідно завести справу, що має містити наступну інформацію: 1) суму та обсяг емісії ЦП; 2) наявність та кількість брокерів, банків або інших установ, що забезпечують постійне або майже постійне котирування; 3) оцінку фінансового стану емітента; 4) рішення керівництва банку про ліквідність ринку цього ЦП [11, с.9-10].

Банківська установа повинна розробити та затвердити внутрішньобанківське положення про порядок й систему оцінки емітентів. НБУ зобов'язує у цьому положенні використовувати такі показники для оцінки підприємств: наявність власного капіталу; наявність оборотних коштів; миттєва ліквідність; оборотність капіталу; оборотність дебіторської заборгованості; оборотність кредиторської заборгованості; маржа прибутковості; автономність; рентабельність капіталу (ROE); рентабельність активів (ROA) [23, с.6-7]. Для визначення інвестиційної привабливості підприємств банк здійснює ретроспективний аналіз даних, порівняння їх з найкращими, найгіршими та середніми показниками в галузі. Ця система оцінки має певні недоліки, що, в першу чергу, пов'язано із концентрацією уваги на оцінці підприємства та неврахуванні аналізу самих ЦП.

На нашу думку, банк повинен розраховувати також показники, що стосуються оцінки фінансових інструментів емітентів, особливо, якщо ЦП котируються на біржах або в торгово-інформаційних системах. Це дасть можливість банківській установі порівнювати дохідність ЦП з доходами від кредитування та інших операцій, а також дозволить відібрати ті ЦП, що недооцінені на ринку.

Найважливішим є показник загальної дохідності акцій, який вираховується наступним чином:

$$r = (P_1 - P_0 + D)/P_0,$$

де r – дохідність паперу,

P_1 – ціна в кінці періоду,

P_0 – ціна на початок періоду,

D – дивідендний дохід, отриманий за даний період.

Цей показник порівнюється з дохідністю інших акцій, облігацій, кредитних операцій. Дохідність акцій вітчизняних емітентів є значно вищою, ніж відсоткові доходи, що отримують комерційні банки від кредитування (табл. 2.14).

Таблиця 2.14

Темпи приросту котирувань “блакитних фішок” українського фондового ринку за підсумками 2002 року¹

Емітент	Курсова дохідність, %
Укрнафта	33,35
Дніпроенерго	42,86
Центренерго	350,00

¹ Примітка. За даними інтернет-сайту www.sokrat.kiev.ua

Так, усі ЦП, що наведені в таблиці, забезпечують дохідність, яка значно перевищує середньозважену відсоткову ставку за кредитами суб'єктам економіки (24,8 % за підсумками 2002 року [47, с.78]), що робить акції привабливішими для вкладення грошових коштів.

Іншим важливим показником оцінки ЦП є капіталізація компаній, яка визначається шляхом множення ринкової ціни акцій на їх кількість. На основі цього показника розраховується значна кількість коефіцієнтів, які розширюють уявлення про стан справ емітента. Серед них ринкова додаткова вартість на акціонерний

капітал (MVA, капіталізація мінус капітал, що використовує компанія); відношення ринкової капіталізації до капіталу або виручки; відношення капіталізації до прибутку перед вирахуванням податків, відсотків і амортизації (EBITDA) та інші [98, с.62-63].

При аналізі ЦП емітента велику роль відіграє прибуток на одну акцію (EPS), який показує частку прибутку, що припадає на пакет акцій у власності банку. З допомогою даного показника розраховуються такі фінансові коефіцієнти як P/E та P/S.

P/E – це відношення ціни акції до прибутку на 1 акцію (price-earnings). На основі порівняльного аналізу можна визначити чи недооцінена акція (при порівнянні з середніми значеннями по галузі). Якщо показник низький – це може свідчити й про погіршення фінансового стану компанії емітента. Для економіки США в період депресії коефіцієнт P/E в середньому складає 7-9, а при економічному зростанні 15-18 [112, с.261].

P/S (price /sales) – відношення ціни акції до валового доходу на одну акцію. Його значення в класичному варіанті коливається від 0,4-0,8 [112, с.263]. Якщо показник є меншим, ніж задані межі, то акція недооцінена і навпаки.

Розрахунок наведених коефіцієнтів дозволить українським банкам здійснювати пошук недооцінених ЦП: 1) для емітентів, які не сплачують дивіденди (розраховуючи коефіцієнт P/E); 2) для емітентів, які працюють збитково (розраховуючи коефіцієнт P/S).

Всі перелічені показники належать до кількісного аналізу емітентів. Головним фактором, який при цьому необхідно визначити, є запас міцності. У випадку придбання облігацій він визначається перевищенням здатності отримувати прибуток над сумою відсоткових зобов'язань і ціни підприємства над сумою старших боргів, а при купівлі акцій – наскільки обчислена внутрішня вартість компанії більше, ніж її поточна ринкова ціна [81, с.145].

Для більш повного уявлення про стан справ емітента доцільно здійснювати якісний аналіз його діяльності. Це дозволить банківським установам оцінити стратегію та перспективи розвитку емітента; прогнозовані суттєві фактори ризику;

структуру й політику управління; його відносини з покупцями, постачальниками, кредиторами, органами влади, а також визначити вплив цих факторів на майбутній рух котирування ЦП.

При купівлі значного пакету акцій (більше 20 %) банкам слід здійснювати поглиблене комплексне вивчення фінансового стану підприємства, оскільки придбання великого пакету акцій передбачає залежність дохідності значного розміру грошових коштів, вкладених у ЦП, від розвитку підприємства. У цьому випадку аналіз емітента включає дослідження та оцінку профілю і масштабів діяльності підприємства, організаційно-технічний рівень виробництва, рентабельність, фінансову стабільність, ефективність використання активів (фондовіддачу), продуктивність праці, ліквідність і платоспроможність, перспективи ринку збуту продукції, інші аспекти виробничої та комерційної діяльності.

Найбільш прийнятним видом аналізу у разі здійснення прямих інвестицій у підприємство є застосування методики Due Diligence (рис. 2.9).

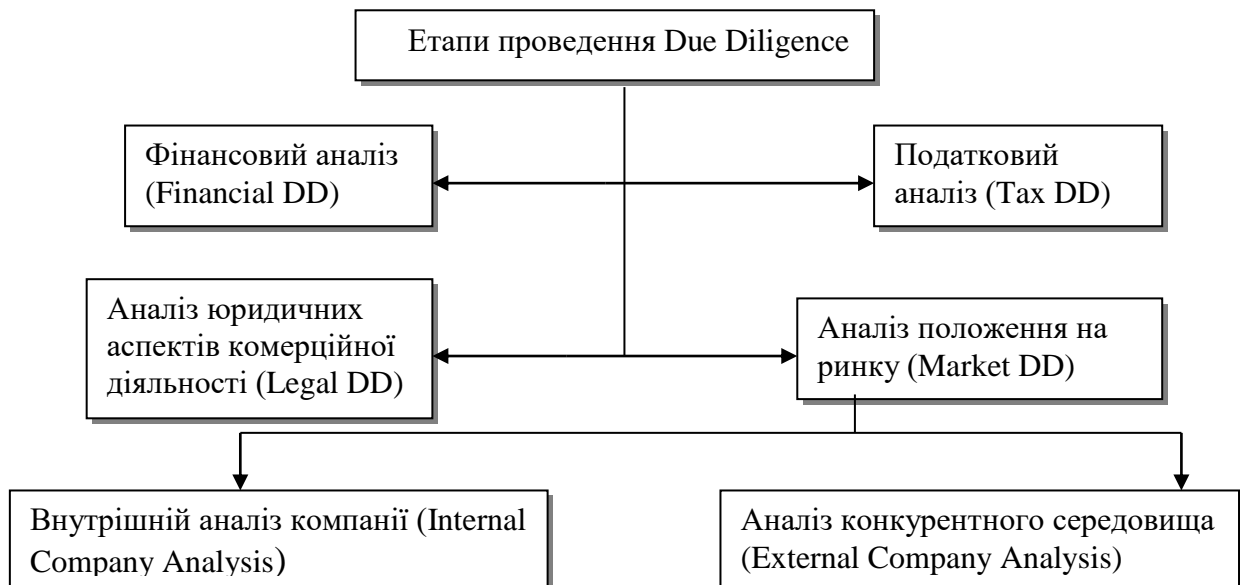


Рис. 2.9. Основні етапи проведення Due Diligence [54, с.58-60]

Суть процедури полягає в докладному вивченні юридичної, технологічної та фінансово-економічної інформації про підприємство. Особливістю даного типу аналізу є розробка анкети-питальника, на основі якої здійснюється збір та обробка інформації [187, с.23].

Проведення всестороннього вивчення діяльності емітента згідно даної процедури дозволить банку спрогнозувати майбутній розвиток компанії (щодо фінансових показників та можливості росту частки продукції чи послуг на ринку), проаналізувати прозорість сплати податків, шляхи їх мінімізації та визначити вплив отриманих даних на котирування акцій й здатність виплачувати дивіденди.

Головна перевага для банку при придбанні значного пакету акцій певного емітента в порівнянні з портфельними інвестиціями полягає в можливості брати участь у прийнятті рішень, а, як наслідок, впливати на діяльність компанії в напрямку забезпечення більшої дохідності інвестованих в акції підприємства коштів. Крім того, банк може отримати прибутки й від здійснення кредитування даного емітента із значно меншими ризиками в порівнянні з іншими позичальниками, через здатність більш повно контролювати рух позичених коштів та їх повернення.

Важливим питанням в процесі реальної оцінки емітентів цінних паперів є отримання повної та достовірної інформації про діяльність підприємства. При відсутності вичерпної інформації згідно рекомендацій НБУ підприємство автоматично включається до класу Д, тобто з найбільшим ступенем ризику. Наприклад, у США існує база даних EDGAR, яка надає можливість безкоштовно отримати дані про діяльність необхідної компанії [170, с.9].

На сучасному етапі вітчизняні банки можуть отримати фінансову інформацію про емітента з інтернет-порталу IStock. com. ua, на якому розміщено фінансову звітність за останні роки близько 6 тис. вітчизняних компаній. Крім регулярної інформації про фінансово-господарську діяльність, банківські установи можуть вивчати й особливу інформацію про діяльність емітентів – одержання кредиту, що перевищує 50 % статутного фонду, арешт банківських рахунків, зміна службових осіб тощо [18, с.1-5]. Ще одним позитивом для банків є перехід українських компаній на нові стандарти бухгалтерського обліку та розширення комплексу фінансової звітності. Особливо, це стосується необхідності заповнення підприємствами звіту про рух грошових коштів, аналіз якого допомагає банкам більш повно оцінити ліквідність та платоспроможність емітентів.

При купівлі ЦП, які в даний момент емітуються, процедура пошуку даних спрощується, оскільки публікується проспект емісії, що включає обсяг звітності, достатній для отримання необхідних показників та їх аналізу в ретроспективі. При придбанні акцій на вторинному ринку через значний проміжок часу після випуску цих ЦП інформацію отримати складніше.

Якщо ЦП придбаваються на строк до 15 днів, у повній оцінці підприємства згідно вимог НБУ не має потреби та можна скористатися звітністю, яку щорічно публікують емітенти у пресі згідно формату ДКЦПФР. Вказаний формат дозволяє визначити показники, що характеризують основні інвестиційні якості ЦП (EPS, P/E, P/S).

Негативним аспектом інформаційної складової при вивченні стану компаній-емітентів ЦП є розкриття лише річних звітів, які повинні бути опубліковані до кінця вересня року наступного за звітним. Такий термін для публікації суттєво зменшує можливість реальної оцінки поточного фінансового стану підприємства. Для більш точного аналізу фінансово-господарської діяльності підприємств доцільно впровадити публічне розкриття й квартальних фінансових звітів.

При оцінці емітента для отримання достовірних даних банківські установи можуть скористатися й іншими методиками аналізу фінансово-господарської діяльності. Так, кафедра статистики Київського національного економічного університету розробила власну методику статистичної оцінки інвестиційної привабливості підприємств для портфельних інвесторів, яка передбачає вибір сукупності підприємств для оцінки з допомогою кластерного аналізу на основі визначення множини групувальних ознак [119, с.10-11]. Деякі додаткові показники для поглиблення аналізу можна отримати з рекомендацій щодо методології обґрунтування інвестицій, розроблених ЮНІДО (United National Development Organization) [118, с.170-175], коефіцієнтного аналізу компанії Du Pont (США) [44, с.127].

При оцінці компаній-емітентів облігацій можна використати методи аналізу, що застосовують банківські установи при здійсненні кредитних вкладень (5С, PARSER, CAMPARI, MEMORISK та українська система ЦЕНЗОР) [150, с.49-55].

Методика для оцінки емітентів, запропонована НБУ, включає 10 показників з рекомендацій щодо оцінки позичальників. Банки можуть використовувати також дані спеціалізованих установ, які займаються збором інформації про діяльність позичальників.

Отже, аналіз емітентів та ЦП, що ними випущені, дозволить банку-інвестору:

1) отримати інформацію про поточну діяльність емітента та перспективи його розвитку; 2) порівняти величину доходу від ЦП з альтернативними напрямками вкладення капіталу; 3) знайти недооцінені фінансові інструменти.

Оцінивши емітента та його ЦП, банк здійснює прогнозування отриманих даних для розрахунку “дійсної” вартості фінансового інструмента та порівняння її з ринковою ціною. Перш за все, це визначення майбутнього прибутку та дивідендів. Для компаній, які не сплачують дивіденди, прогнозування стосуватиметься прибутку і отримана величина буде використовуватись при розрахунку ціни акції з допомогою коефіцієнта P/E, а ціна акцій емітентів, що не отримують прибутку, буде визначатись на основі розрахунку відношення ринкової ціни акції до очікуваного обсягу продаж (P/S).

Для передбачення необхідних показників використовуються статистичні моделі, а також рекомендації аналітичних компаній. Щодо реалістичності статистичних моделей існують різні погляди. Більшість іноземних дослідників стверджують, що прогнози аналітиків кращі, ніж використання простих екстраполяційних моделей (Л.Браун, Р.Хагерман, П.Гріффін і М.Змієвські) [159, с.238]. Наприклад, розробник рейтингу компанії Moody's Фалькенштейн вважає, що “багато аналітиків краще більшості моделей, а деякі аналітики кращі будь-якої моделі” [145, с.33].

Стосовно українських реалій, на наш погляд, використання статистичних моделей є дещо ускладненим через значну нестабільність економічної ситуації і рекомендації аналітиків є більш прийнятними для прогнозування. Хоча і їх отримати доволі важко через слабку інформаційну відкритість фондового ринку. Тому банкам слід поєднувати власні прогнозні оцінки з вивченням інформації щодо ринку з боку аналітиків.

Після проведеного фундаментального аналізу та прогнозування ціни ЦП здійснюється розміщення ресурсів між різними фінансовими інструментами в залежності від вимог інвестиційної політики. Українські комерційні банки кошти вкладають переважно в боргові ЦП (табл. 2.15).

Таблиця 2.15

Вартість цінних паперів у портфелі банків України у 2002 році [47, с.147]

Показники	Сума, млн. грн.	Частка в загальному обсязі, %
1. Вартість цінних паперів у портфелі банків на продаж та інвестиції	4220,8	97,0
1.1. Боргові цінні папери	1222,6	28,1
- на продаж	834,8	19,2
- на інвестиції	387,8	8,9
1.2. Акції та інші цінні папери з нефіксованим прибутком	683,8	15,7
- на продаж	223,0	5,1
- на інвестиції	460,8	10,6
1.3. Казначейські та інші цінні папери, що рефінансуються НБУ	2314,4	53,2
- на продаж	444,4	10,2
- на інвестиції	1870,1	42,9
2. Вартість портфеля пайової участі банків	130,9	3,0
- вкладення в асоційовані компанії	88,0	2,0
- вкладення в дочірні установи	43,0	1,0
Всього	4351,7	100,0

В структурі портфеля ЦП банків України за підсумками 2002 року частка ДЦП, що рефінансуються НБУ, складає 53,2 % від загального обсягу, а корпоративних облігацій – 28,1 %, тобто портфель ЦП на 81,3 % складений з боргових зобов'язань. Частка акцій та інших ЦП з нефіксованим прибутком складає – 15,7 %, а портфель пайової участі – лише 3 %. Крім того, частка портфеля на інвестиції складає 62,4 % від загальної вартості портфеля цінних паперів банків України, що свідчить про переважання довгострокових цінних паперів, а також інструментів, що не мають активного ринку.

Значна частка ДЦП в інвестиційному портфелі банків України викликана найменшою ризикованістю даних інструментів в порівнянні з іншими ЦП, а також можливістю отримати рефінансування від Національного банку України під заставу державних зобов'язань.

Фінансові інвестиції в корпоративні ЦП складають менший обсяг. Це стосується, перш за все, акцій, оскільки цей ринок є високоризикованим та малоліквідним. Інвестування банками коштів в акції з метою отримання дивідендів теж є не вигідним, оскільки небагато емітентів їх сплачує, а тим більше сплачує стабільно та в наростаючому порядку.

В облігації підприємств інвестиції є більшими, а ніж у акції, оскільки даний сегмент фондового ринку швидко прогресує (табл.2.16) у зв'язку із зміною методики оподаткування цих операцій, а також усвідомленням менеджерами компаній наявності альтернативи банківському кредитуванню.

Таблиця 2.16

Динаміка випуску акцій та облігацій в Україні (млн. грн.) [137]

Період	Випуск облігацій	Випуск акцій
1998 р.	8,191	23100
1999 р.	132,88	31320
2000 р.	69,892	46510
2001 р.	694,324	68430
2002 р.	4274,62	81230
Темп приросту (падіння) до поперед. періоду, в %		
1999 р.	1522,7	35,6
2000 р.	-47,4	48,5
2001 р.	893,4	47,1
2002 р.	515,7	18,7

Так, протягом 2001-2002 років приріст випуску облігацій в Україні склав відповідно 893,4 % і 515,7 %. В той час як приріст обсягу випуску акцій склав лише 47,1 % та 18,7 %.

Разом з тим, розподіл інвестиційних вкладень у ЦП між банками України не є рівномірним – на групу з 10 найбільших вітчизняних банків (за величиною активів) припадає 72,2 % портфеля ЦП усієї банківської системи. Причому, три з них (Ощадбанк, Укрсоцбанк та Аваль) мають обсяг ЦП, що складає 53,6 % портфеля фінансових інвестицій всіх банків України [182, с.11]. Така диспропорція, насамперед, пояснюється наявністю в Україні великої кількості банківських установ, що мають замалий обсяг регулятивного капіталу, щоб придбавати ЦП у

значних обсягах, а також відсутністю кваліфікованих банківських аналітиків з питань фондового ринку.

Після формування портфеля ЦП банк здійснює його постійний моніторинг та продає фондові цінності, які нерентабельно надалі утримувати, і купує перспективні для збільшення ефективності інвестування.

На якість портфеля ЦП можуть впливати як ймовірні негативні зміни макроекономічної ситуації в країні, так і погіршення фінансового становища емітентів, фондові активи яких придбані банком. Метод захисту від інвестиційних ризиків, який використовується в Україні, полягає у формуванні резервів за операціями з ЦП відповідно до вимог НБУ.

Комерційні банки зобов'язані створювати резерв на відшкодування можливих збитків від операцій з ЦП при погіршенні фінансового стану емітента, зниженні ринкової ціни ЦП внаслідок зміни норм ринкових відсоткових ставок, зміні інвестиційної політики банку. З метою резервування виділяються такі категорії ЦП [23, с.4]:

- 1) ЦП в портфелі на продаж, що мають активний ринок;
- 2) ЦП в портфелі на продаж, що не мають активного ринку;
- 3) ЦП в портфелі на інвестиції, що мають активний ринок;
- 4) ЦП в портфелі на інвестиції, що не мають активного ринку;

Для ЦП, що мають активний ринок, ринкова вартість розраховується на основі їх котирувань на біржах або позабіржовому ринку та порівнюється з балансовою (у разі перевищення останньої створюється резерв на відповідну суму). Щодо решти категорій ЦП, то їх ціна визначається з допомогою розрахункових формул, що рекомендуються НБУ [23, с.7-9].

Станом на 01.01.2003 р. частка резервів на відшкодування можливих збитків за операціями з ЦП в загальному обсязі резервів за активними операціями банків України складала лише 1,96 % [182, с.6-7]. Це пов'язано з незначним обсягом портфеля ЦП у порівнянні з кредитним (частка кредитів в загальній сумі активів банківської системи України становила 69 % на 01.01.2003 р.) [182, с.4] та купівлею низькоризикованих ЦП.

Введення резервних вимог за інвестиціями в ЦП змусило вітчизняні банківські установи більш ретельно оцінювати ЦП, які вони збираються включити у власний портфель, та перебудувати наявні портфелі, здійснюючи продаж інструментів, що вимагають створення резервів у значних обсягах. Це призвело до зменшення розмірів банківських інвестиційних портфелів. Перш за все, це стосується інвестицій у акції (табл. 2.17).

Таблиця 2.17

Вкладення банків України в пайові цінні папери [47, с.146-147]

Період	Частка акцій та інших цінних паперів з нефіксованим прибутком в інвестиційному портфелі банків України, %
1998 р.	11,7
1999 р.	18,0
2000 р.	27,7
2001 р.	13,6
2002 р.	15,7

Як бачимо, у 2001 р., коли банки були змушені створювати резерв за ЦП, частка вкладень в акції у структурі портфеля ЦП банків України зменшилися з 27,7 % до 13,6 %. У 2002 р. їх частка зросла лише на 2,1 %. Крім того, норматив загальної суми інвестування в пайові ЦП банків України в 2001-2002 рр. складав лише близько 8 % при обмеженні не більше 60 % (за даними інтернет-сайту www.bank.gov.ua).

Це викликано тим, що за акціями, які не мають активного ринку і за якими не сплачуються дивіденди (таких в Україні більшість), банк змушений створювати резерв на всю балансову вартість даних ЦП, що є у його портфелі. На нашу думку, Національному банку України слід передбачити, що за даними ЦП в портфелі на продаж повинні формуватись резерви лише у випадку погіршення фінансового стану їх емітента (відсутність прибутку, висока кредиторська заборгованість тощо), оскільки на формування ціни акцій, які не котируються на активному ринку в Україні, реального впливу розмір дивідендів не має. Основна мета придбання таких акцій комерційними банками полягає у можливості їх перепродажу за вищими цінами контрагентам, що хочуть сформувати блокуючий чи контрольний пакет

акцій. Проте для такого типу акцій в портфелі на інвестиції потрібно лишити наявну методику формування резервів, тому що головне завдання портфеля на інвестиції – це забезпечення дохідності (отримання дивідендів за акціями та відсотків за облігаціями).

Таким чином, комерційним банкам при формуванні портфеля пайових ЦП на даний час доцільно придбавати акції, що не мають активного ринку, але за якими стабільно сплачуються дивіденди та акції, що котируються на біржі або в позабіржовій торгово-інформаційній системі.

Формування резервів за борговими ЦП передбачається лише стосовно корпоративних облігацій. Вкладення в ДЦП не включаються у розрахунок резервів та складають значну частку в банківських портфелях цінних паперів.

Підтвердження даних висновків можна отримати з аналізу портфеля цінних паперів на інвестиції “Кредит Банку України” (табл.2.18).

Таблиця 2.18

Структура портфеля цінних паперів на інвестиції Кредит Банк Україна
станом на 01.05.2003 р.¹

Тип цінного паперу	Обсяг, тис. грн.	Частка в загальній вартості портфеля, %	Резерв під знецінення цінних паперів
Акції та інші цінні папери з нефіксованим прибутком	1133824,79	4,1	128726,91
Боргові цінні папери	26620584,01	95,9	295774,01
Всього	27754408,80	100	424500,92
Частка резервів в загальній вартості портфеля	–	1,53	–

¹ Примітка. Розраховано автором за даними дод. Ж

Так, загальна величина резервів за ЦП склала лише 1,53 % від сукупної вартості портфеля, що свідчить про формування портфеля ЦП банку за рахунок низькоризикованих фінансових інструментів. Частка акцій становить лише 4,1% від обсягу портфеля в цілому, що підтверджує орієнтацію банківських установ переважно на боргові ЦП.

Резервування є лише одним із способів страхування операцій з ЦП, та до того ж не найкращим, оскільки значна сума коштів не може бути задіяна в генерації

доходів, тобто виникають збитки втрачених можливостей. Існують й інші методи зменшення ризиків за операціями з ЦП, серед яких найбільш відомими є хеджування ризиків з допомогою похідних фінансових інструментів, застосування ефекту від'ємної кореляції на основі сучасної портфельної теорії, що дозволяють захистити банк від збитків, але при цьому кошти не знаходяться у бездіяльному стані. З подальшим розвитком РЦП банки повинні більше уваги приділяти саме цим методам нівелювання інвестиційних ризиків.

Завершальним етапом процесу вкладення банківських ресурсів у ЦП є визначення ефективності цих вкладень. Дану процедуру вітчизняні банківські установи можуть здійснити порівнянням отриманої дохідності від портфеля ЦП:

1) з вартістю залучених коштів (депозитів, облігацій), що дозволяє встановити збиткові чи прибуткові операції з ЦП;

2) з доходами від кредитних та інших операцій – допомагає визначити найбільш дохідні активні операції комерційного банку;

3) з дохідністю фондового індексу (наприклад, ПФТС-індексу) – встановлюється розмір перевищення дохідності банківського портфеля ЦП над середньою дохідністю РЦП.

4) з запланованою величиною, що визначається при формуванні інвестиційної політики банку (наприклад, дохідність фондового індексу плюс певний відсоток).

Наприклад, співставимо дохідності від вкладень у ЦП та інших активів і з витратами на обслуговування зобов'язань ІНГ Банк Україна (табл.2.19).

Таблиця 2.19

Середньозважена відсоткова ставка за активами і зобов'язаннями

ІНГ Банк Україна у 2002 році (%) [167, с.45]

Найменування статті	Гривні	USD
Активи		
Кошти в інших банках	5,34	2,74
Цінні папери на продаж	16,67	11
Цінні папери на інвестиції	-	11
Кредити клієнтам	7,98	3,55
Зобов'язання		
Кошти банків	5,93	1,99
Зобов'язання клієнтам	2,66	1,72

Так, вкладення в ЦП є найбільш дохідними активами ІНГ Банк Україна – 16,67 % в гривнях та 11 % в доларах США. Для порівняння, відсоткова ставка за кредитами складає лише 7,98 % в гривнях та 3,55 % в доларах. Відсоткові витрати за зобов'язаннями клієнтів на 14,01 % в гривнях та на 9,01% в доларах США менші ніж дохідність операцій з ЦП, що свідчить про прибутковість вкладень в ЦП.

З метою більш повного аналізу дохідності портфеля ЦП, методи визначення ефективності інвестиційних вкладень українським банкам доцільно поступово узгоджувати з міжнародними стандартами з ефективності інвестування (The Global Investment Performance Standards, GIPS).

При цьому необхідно дотримуватись таких положень [67, с.23]:

1. Щомісячна або мінімум щоквартальна оцінка портфелів.
2. Розрахунок дохідності повинен базуватися на “загальній дохідності”, що має включати реалізований та нереалізований прибуток плюс інший прибуток (дивіденди, відсотки).
3. Зважені за часом ставки дохідності, що пристосовані до грошових потоків (cash flows), є обов'язковими для використання. Періодичні дохідності повинні бути вибудовані геометрично (розраховуються за принципом середньої геометричної).
4. Необхідне подання принаймні п'ятирічної безупинної історії результатів інвестування.
5. Повинні бути визначені специфічні композити (зведені портфелі, складені з декількох базових портфелів) та зіставлені з прийнятними і заздалегідь обраними еталонами, або еталонними портфелями (benchmarks), для порівняння.

Дані методи забезпечать більш точну оцінку результатів вкладення банками коштів в ЦП, а також з розвитком послуг формування портфелів для клієнтів стануть основою розкриття перед клієнтами достовірної інформації про ефективність інвестицій згідно стандартів, що є визнаними у всіх провідних країнах світу.

Отже, процес інвестування є важливою складовою банківської діяльності, який передбачає ряд етапів без яких позитивних результатів досягти майже неможливо.

Формуючи портфель ЦП, комерційним банкам України необхідно розробити зважену інвестиційну політику, здійснити фундаментальний аналіз на макро- та галузевому рівні, а також оцінку емітентів та ЦП, випущених ними, з врахуванням трансформації економічних відносин в Україні та неповної дієвості ринкових законів. При цьому цілі, які ставляться при проведенні інвестиційних операцій, повинні підтверджувати стратегічну мету банку – отримання прибутків та забезпечення прийнятних доходів для власних акціонерів.

2.4. Інвестиційні послуги комерційних банків

Поряд з емісійною діяльністю, формуванням та управлінням власними портфелями фінансових інвестицій вітчизняні банки певну увагу також приділяють розвитку клієнтських послуг, що стосуються ЦП. На даний час деякі види цієї діяльності взагалі не здійснюються, а деякі знаходяться в зародковому стані.

Впровадження послуг, пов'язаних з операціями щодо ЦП, надасть банківським установам наступні переваги: 1) розширення продуктового ряду банку; 2) диверсифікація джерел прибутку; 3) зайняття конкурентної позиції на ринку; 4) покращення іміджу щодо універсальності діяльності. Тому банкам слід більше уваги приділяти активізації інвестиційних послуг. Наприклад, доходи Citigroup в 2000 році від трастової діяльності склали 22 % від сукупного прибутку банку [172, с.22].

Перед тим як охарактеризувати переваги кожного виду інвестиційних послуг необхідно здійснити їх класифікацію. На нашу думку, з економічної точки зору, ці послуги можна згрупувати наступним чином: 1) брокерські; 2) андеррайтингові; 3) трастові; 4) консультаційні; 5) депозитарні; 6) інші (організація злиття і т.п.).

Брокерські. Їх суть полягає у купівлі-продажу ЦП для клієнтів на основі договору комісії (за рахунок клієнта, але на своє ім'я) або доручення (за рахунок та на ім'я клієнта). В Україні ці послуги називаються комісійними і регулюються “Правилами здійснення торговцями цінними паперами комерційної та комісійної діяльності по цінних паперах” (Наказ ДКЦПФР від 23.12.1996 р. №331) [95, с.325].

На даний час комерційні банки України досить повільно розвивають цей вид послуг, що, насамперед, пов'язано зі слабким розвитком вітчизняного РЦП. Для порівняння, в американського банку J.P.Morgan Chase за підсумками 2000 року доходи від брокерської діяльності разом з депозитарними послугами склали близько 10 % сукупних доходів [171, с.13].

На сучасному етапі на ринку брокерських послуг України існує жорстка конкуренція банків з іншими торговцями ЦП (в загальному обсязі операцій з торгівлі ЦП для клієнтів частка банків зменшилася – див. рис. 1.4., с.22), тому банківські установи повинні вдосконалювати ці послуги, а саме:

- 1) задовольняти потреби клієнтів з купівлі-продажу ЦП за найбільш сприятливими цінами, що складаються на ринку;
- 2) збільшувати швидкість обслуговування клієнтів;
- 3) пропонувати для клієнтів весь спектр заявок щодо операцій на РЦП: ринкові (купити ЦП за мінімальною або продати за максимальною ціною); лімітні (купити за ціною, що не перевищує обумовлену або продати за ціною, що не нижче обумовленої); стоп-замовлення (купити або продати ЦП, коли ціна досягне обумовленого рівня); термінові (діють на протязі певного терміну) та відкриті заявки (діють до моменту відміни клієнтом);
- 4) прагнути укладати не тільки разові договори з клієнтами, але й договори на обслуговування протягом певного часу;
- 5) після прийняття відповідних нормативних актів надавати клієнтам маржинальні кредити грошовими коштами та цінними паперами.

Для пошкваллення брокерських послуг вітчизняним банківським установам доцільно також скористатись досвідом інших країн щодо побудови електронних брокерських систем. Стимулом для цього є створення у березні 2002 року провідними брокерськими компаніями України спільно з ПФТС торгівельної системи для дрібних інвесторів ДАТЕКС. Торгівля у системі здійснюється за принципом конкуруючих заявок, тобто угоди укладаються автоматично при перехрещенні умов заявок на купівлю та продаж [82, с.14-15]. Головною перевагою ДАТЕКС є наявність інтернет-шлюзів до брокерських клієнтських систем. Про

важливість цих шлюзів свідчить такий факт – на Інтернет у США ще в 1997 р. прийшлося 30 % всього обороту ЦП [30, с.28].

Крім того, у 2003 році прийняті Закони України “Про електронний цифровий підпис” та “Про електронні документи та електронний документообіг”, що закріпили однаковий юридичний статус цифрового й паперового підписів. Саме можливість використовувати електронний цифровий підпис є необхідною умовою розвитку електронних брокерських систем.

Створивши електронну брокерську систему, банки можуть включити до неї ряд супутніх послуг, які забезпечать її перевагу на ринку. Так, програмний продукт GUTA-Broker, що є вдосконаленою версією широковідомої системи в Росії Remote Trader, пропонує такі послуги: 1) відкриття будь-якої кількості субрахунків та логінів для доступу у систему; 2) маржинальне кредитування як грошовими коштами, так і ЦП; 3) “ГУТА-Банк” виконує клієнтські заявки, веде клієнтські позиції, враховує угоди та надає професійному учаснику докладну звітність з операціями його клієнтів і надає інші послуги [148, с.51]. В цій системі одночасно можуть працювати 150 клієнтів, і вона здатна за 5 сек. опрацювати 30 заявок [30, с.28]. Таку систему українські банки можуть створити як самотужки, так і скориставшись інсталяцією стандартних систем (Quik, NetInvestor) [148, с.51].

Якщо банки найближчим часом не активізують надання цих послуг, то їх місце на ринку займуть інші компанії, і таким чином брокерський сегмент РЦП буде банками втрачено.

Андеррайтингові. Серед множини інвестиційних послуг на даний час в Україні саме андеррайтинг вже почав розвиватись. Його суть можна визначити двояко: у вузькому розумінні – це гарантування розміщення ЦП емітента, а в широкому – комплекс дій пов’язаних з організацією випуску та розміщенням ЦП (не обов’язково з гарантуванням продажу).

Деякі країни законодавчо сприяють розвитку андеррайтингу. Так, у Франції з 1 січня 2001 року вступив у дію Валютно-фінансовий кодекс (Code Monetaire et Financiere), згідно якого особа, яка пропонує для продажу ЦП фізичним чи юридичним особам на їх території, повинна мати спеціальну картку від кредитної чи

іншої установи, що підтверджує її повноваження (фінансовий демаршаж) [94, с.59]. Отже, емітенти самостійно розмістити ЦП практично не можуть.

На нашу думку, впровадження такого порядку проведення андеррайтингу в Україні не є необхідним через недостатній розвиток РЦП та низьку платоспроможність підприємств, яких в результаті приватизації у вигляді акціонерних товариств створено значну кількість. На даний час лише великі компанії мають можливість використовувати послуги андеррайтингу. Крім того, ринок повинен розвиватись за економічними законами, та з часом компанії з метою залучення коштів самі будуть змушені звертатися до послуг з розміщення ЦП. Для банків – це виникнення ще одного джерела прибутку, і саме вони повинні стати гарантами стабільної та ефективної реалізації ЦП при їх випуску. Створення такого іміджу можливе лише після практичного втілення андеррайтингових послуг на українському ринку. На сучасному етапі ринок андеррайтингових послуг України майже повністю контролюють банки (рис. 2.11).

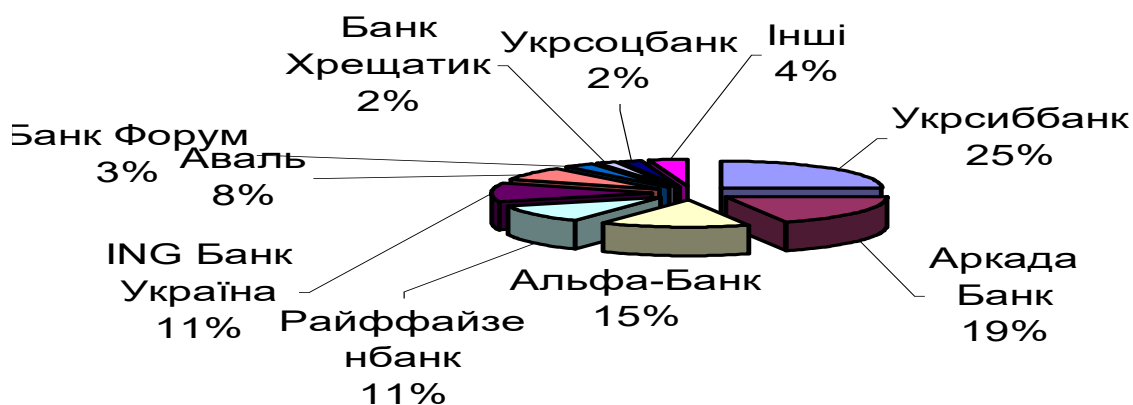


Рис.2.10. Структура банків-андеррайтерів з розміщення облігаційних випусків за підсумками 2002 року¹

¹ Примітка. Побудовано за даними інтернет-сайту www.cbonds.com.ua

На п'ять комерційних банків (Укрсиббанк, Аркада Банк, Альфа-Банк, Райффайзенбанк та ING Банк Україна) припадає 81 % вітчизняного ринку. Тобто ринок андеррайтингових послуг є висококонкурентним та іншим банкам буде достатньо важко проникнути на нього, а тому для зайняття провідного місця на

ринку первинного розміщення ЦП в Україні банки повинні пропонувати розширений комплекс послуг, а саме:

1. Проведення більш повного економічного обґрунтування емісії ЦП (розрахунок індексу прибутковості, періоду окупності, внутрішньої норми рентабельності, рівня безбитковості, а також чутливості проекту на основі моделювання різноманітних умов реалізації проекту);

2. Здійснення аналізу ринку щодо попиту на основні види ЦП та визначення найбільш прийняттого інструмента з точки зору цілей емітента, його фінансового стану і кон'юнктури ринку;

3. Підготовка та подача документів для реєстрації в ДКЦПФР, а також більш широке розкриття інформації про емітента для потенційних інвесторів шляхом розробки інвестиційного меморандуму;

4. Використання повного викупу банком випуску цінних паперів в емітента та подальше їх розміщення на ринку або часткового викупу цінних паперів з гарантією придбання непроданої частини. У цьому разі виникають значні ризики продажу інвесторам цінних паперів за цінами нижчими, ніж ціна викупу в емітента. Вирішити проблему можна за рахунок створення емісійного консорціуму з метою розподілу ризиків між його членами, тобто залучення інших банків та парабанківських установ для купівлі цінних паперів в емітента та їх наступного розміщення на ринку. Для ефективності продажу цінних паперів можна також створити так звану селенгову групу, до якої будуть входити банки, що займатимуться безпосередньою реалізацією цінних паперів. У разі, коли провідним менеджером андеррайтингу є банк, що має розгалужену за регіонами організаційну структуру, в ролі селенгової групи можуть виступити філії банку.

5. Забезпечення ліквідності фондкових цінностей під час та після їх розміщення шляхом підтримки двосторонніх котирувань купівлі-продажу на провідних біржах чи в торгово-інформаційних системах.

6. Встановлення гнучкої системи тарифів в залежності від величини пакету робіт щодо організації випуску ЦП.

7. Створення в Інтернеті електронного майданчика, на якому можна пропонувати ЦП для первинного продажу (електронний IPO`s ринок).

Трастові. “Класичне” визначення трастових послуг – “це особлива форма взаємовідносин з клієнтами, коли власники грошових засобів або інших цінностей надають право та довіряють банкам самостійно розміщувати їх з найбільшою вигодою” [33, с.223]. Переважна більшість цих послуг пов`язана з ЦП.

В Україні здійснення довірчих послуг розпочалось з прийняттям Декрету Кабінету Міністрів України “Про довірчі товариства”. Ці послуги в Україні засновані на континентальному праві, тобто поділ права власності між декількома власниками не передбачений, на противагу йому англосаксонська система права, в якій і виникло поняття трасту, передбачає розщеплення права власності між декількома власниками, що має на увазі перехід довірчій особі юридичного права на власність, що передана в траст [33, с.224]. Специфічними рисами українського ринку довірчих послуг були: орієнтація на приватизаційні процеси, значна кількість зловживань та виникнення фінансових пірамід через недостатнє правове врегулювання цих послуг. Спекулятивний розвиток трастового бізнесу був призупинений наприкінці 1995 р., коли уряд прийняв постанову “Про попередження зловживань у процесі залучення суб`єктами підприємницької діяльності грошових коштів населення”. За цією постановою трастам забороняється залучати гроші населення, а також до введення в дію законопроекту “Про довірче управління майном” забороняється державна реєстрація нових трастових структур [80, с.42]. Таким чином, розвиток ринку трастових послуг перебуває в прямій залежності від створення необхідного правового поля.

На даний час в українському законодавстві немає чіткого визначення суті трастових послуг. Згідно світового досвіду до них можна віднести такі вид професійної діяльності комерційних банків на РЦП, що передбачений Законом України “Про державне регулювання ринку цінних паперів”, як управління ЦП клієнтів. Українські банківські установи мають право здійснювати цей вид діяльності на основі “Положення щодо організації діяльності комерційних банків на ринку цінних паперів”(Рішення ДКЦПФР №104 від 18.05.1999 р.) [24, с.9].

Банки здійснюють надання трастових послуг шляхом формування відокремлених підрозділів, тим самим, уникаючи конфлікту інтересів з іншими відділами. Тобто використовується широко відоме у світовій практиці “правило стіни”. Першим його запровадив у 1968 р. американський банк Merrill Lynch для відокремлення андеррайтингових операцій від комерційної діяльності [37, с.452].

В світовій практиці переважно трастовими послугами комерційних банків користуються пенсійні фонди, інвестиційні компанії та благодійні організації. В Україні зараз надання цих послуг практично не здійснюються. Пояснити це можна багатьма причинами. Поряд з слабким розвитком РЦП, головний чинник – це відсутність або недосконалість законодавства. Закон “Про недержавні пенсійні фонди” прийнятий лише у 2003 році. Крім того, не має нормативних актів, які б чітко регулювали повноваження банків та механізм їх діяльності при управлінні ЦП клієнтів. У цьому випадку можна скористатися досвідом Росії, де банки можуть створювати так звані загальні фонди банківського управління, в які вкладено близько \$1 млрд. (72 % контролюють банки “Газпром”, “Єврофінанс”, “Зеніт”) [109, с.63-64].

Сприятиме розвитку довірчих послуг прийнятий Закон України “Про інститути спільного інвестування”, згідно якого вводиться поняття компанії з управління активами, що керуватиме цінностями корпоративних та пайових інвестиційних фондів, а також венчурних інститутів. Якщо банки зацентують більшу увагу на управлінні портфелями ЦП інститутів спільного інвестування, то матимуть шанс стати головними учасниками цього ринку, оскільки на даний час він в зародковому стані.

Перш за все, банківська установа повинна розробити загальну концепцію надання довірчих послуг з ЦП та шляхи виходу з ними на клієнтський ринок. Даний вид діяльності банківські установи повинні здійснювати згідно широко відомого на західних ринках правила “розсудливих інвестицій”, яке в 1990р. сформулював Е.Халбах на противагу раніше популярному правилу ”розсудливого чоловіка”. Воно передбачає наявність двох ризиків (що компенсується і, що не компенсується) та

обов'язковість диверсифікації портфеля ЦП як раціональної поведінки керуючого [37, с.462].

Управління портфелями фінансових інвестицій банки можуть здійснювати як шляхом повного представництва (на дискреційній основі), тобто без необхідності попереднього узгодження дій з клієнтом, так і на агентській основі, тобто лише зі згоди клієнта. Для банку більш прийнятним є перший варіант, але його реалізація можлива тільки після виходу на ринок значної кількості інвесторів, переважно фізичних осіб (при зміні певних норм законодавства), що не мають знань, які необхідні для постійно коригування портфеля ЦП при зміні ситуації на ринку.

Важливим елементом трастової діяльності є розробка та пропозиція для клієнтів різних варіантів розміщення коштів в залежності від їх уподобань та схильності до ризику. В Україні на даний час банки (через дочірні установи) можуть управляти ресурсами лише інститутів спільного інвестування (з 2004 року і коштами недержавних пенсійних фондів та накопичувального державного пенсійного фонду), і ці можливості обмежуються певними вимогами при різних видах фондів.

Враховуючи законодавчі обмеження щодо побудови портфелів ЦП для інститутів спільного інвестування, на нашу думку, банківська дочірня установа, як інвестиційний керуючий, може запропонувати такий порядок розподілу вкладень для диверсифікованих портфелів:

- для “агресивного” інвестора: 40 % – акції, 20 % – облігації підприємств, 20 % – облігації банків, 10 % – ощадні сертифікати, 10 % – державні облігації;
- для “консервативного” інвестора: 25 % – державні облігації, 10 % – облігації місцевих органів влади, 10 % – облігації банків, 20 % – депозитні сертифікати, 20% – облігації, доходи за якими гарантуються урядами іноземних держав, 10 % – корпоративні облігації, 5 % – акції.

Портфель “агресивного” інвестора формується з ЦП, що є найбільш ризиковані і високодохідні. Згідно світової практики найбільш дохідними ЦП є акції, проте, українське законодавство обмежує їх обсяг в портфелі – 40 % [3, с.12]. Другими за дохідністю є корпоративні облігації, граничний розмір вкладень в дані інструменти не може перевищувати 20 %. Облігації та депозитні сертифікати банків не можуть

складати більше 30 %. Решта коштів, а саме, 10 % портфеля, вкладається в державні облигації як в найменш дохідні ЦП.

Портфель “консервативного” інвестора формується, перш за все, за рахунок найменш ризикованих та найбільш ліквідних ЦП, які можна в будь-який момент продати на ринку. ДЦП, як найліквідніші фінансові інструменти, складають в ньому найбільший обсяг – 25 % (більше згідно вимог законодавства заборонено), ЦП, доходи за якими гарантовані урядами іноземних держав – 20 %, муніципальні ЦП – 10 %; банківські облигації і депозитні сертифікати – 30 %, решта 15 % – розподіляються між корпоративними облигаціями та акціями (висновки щодо дохідності та ризикованості ЦП зроблені на основі даних табл.2.20).

Таблиця 2.20

Дохідність та ризикованість основних видів цінних паперів в 2002 році

Вид цінного паперу	Дохідність, в % ¹	Ризик за рекомендаціями НБУ, в % ²
Акції (загальна величина на основі дохідності ПФТС-індексу)	33,4	100
Облигації підприємств	15-18	100
Банківські облигації	12-14	100
Облигації місцевих органів влади	-	20
Державні цінні папери при первинному розміщенні	10,8	0
Цінні папери, доходи за якими гарантує уряд іноземної держави (дохідність українських єврооблигацій)	10-11	-

Примітки:

1. Дохідності отримані за даними інтернет-сайту www.cbonds.com.ua;
2. Оцінки ризику наведені з Інструкції НБУ “Про порядок регулювання діяльності банків в Україні”[12].

З прийняттям Закону України “Про довірче управління майном” та з дозволом на використання при наданні трастових послуг грошових ресурсів фізичних осіб – саме вони повинні стати основним сегментом для пропозиції трастових послуг банком. Банківським установам доцільно буде здійснювати цілеспрямовану агресивну маркетингову політику на вироблення в населення культури передачі вільних коштів у довірче управління та нейтралізації стереотипів щодо розвитку нових фінансових пірамід, оскільки в поточній структурі витрат населення

фінансові вкладення складають незначний рівень (станом на 01.01.2003 р. фінансові вкладення, включаючи придбання іноземної валюти, склали лише 8,9 % від загального обсягу витрат та заощаджень населення України) [47, с.11].

До трастових послуг для фізичних осіб комерційні банки України зможуть включати (після їх нормативного врегулювання): 1) траст з передачі ЦП у спадщину; 2) розпорядження ЦП на підставі заповіту після передачі їх у спадок в інтересах спадкоємця; 3) прижиттєвий траст – розпорядження ЦП живої особи на його користь або на користь, вказаної ним сторони; 4) опіка над ЦП недієздатних або частково недієздатних осіб [37, с.440].

Крім основних видів трастових послуг, банки можуть надавати значну кількість супутніх послуг як для емітентів, так і для інвесторів. На основі узагальнення їх видів, що наводяться різними фахівцями [113; 37], до них належать: 1) організація виплати дивідендів (як грошовими коштами, так і ЦП), купонних платежів для емітента, погашення боргових зобов'язань, інкасація цих доходів та їх реінвестування для інвестора; 2) проведення заміни акцій при реорганізації компанії, деномінації (збільшення або зменшення номіналу), конвертації фінансових інструментів (конверсійні облігації); 3) участь в загальних зборах акціонерів замість інвесторів; 4) контроль за розповсюдженням та використанням прав на ЦП й варрантів; 5) виконання функції лістингового агента, тобто організація допуску ЦП емітента-клієнта для котирування на біржі.

Консультаційні. Здійснюючи надання цих послуг, банк виконує функцію інвестиційного радника.

Комерційні банки в силу своєї специфічної діяльності є суб'єктами, які генерують значний обсяг економічної та іншої інформації, що не доступна для інших компаній та фізичних осіб. Цей привілейований статус робить банківські установи одними з головних продавців інформації та вимагає розробки механізмів її доведення до споживачів.

В Україні банки можуть здійснювати консалтинг щодо операцій, пов'язаних з ЦП як для емітентів, так і для інвесторів.

Для перших банки надають весь комплекс консультацій з аналізу ринку і перспектив залучення коштів емітентом від випуску ЦП.

Крім того, на сучасному етапі провідні компанії України виходять з власними ЦП на міжнародні ринки через процедуру випуску депозитарних розписок. Цей ринок розвивається швидкими темпами: станом на 01.01.2000 р. у світі діяло 2089 програм випуску депозитарних розписок при 129 програмах у 1990 році [105, с.2]. В Україні зараз 14 компаній здійснило випуск даних інструментів і ринок має потенціал для зростання через ряд переваг для емітентів: створення сприятливого іміджу на міжнародних ринках, дифузія (розпорошення) власності без загрози впливу на зміну стратегії діяльності, при випуску розписок 4-го рівня є можливість залучення фінансових ресурсів. Банки для підприємств, що випускають депозитарні розписки, можуть виконувати функцію фінансового консультанта у пакеті з роллю банку-зберігача. Щодо депозитарних розписок консалтинг передбачає вибір депозитарного банку та проведення переговорів з ним щодо умов випуску розписок; складання фінансових та маркетингових звітів українською та англійською мовами для поширення серед потенційних покупців; організація індивідуальних презентацій для потенційних інвесторів у США та Європі; надання документів у SEC, надання допомоги в допуску до котирувань на біржах (Берлінська фондова біржа, а також створений у 2000 р. для торгівлі ЦП центрально- та східноєвропейських країн електронний біржовий майданчик NEWEX).

Важливим сегментом надання консалтингових інвестиційних послуг є інвестори. Для них банківські установи можуть здійснювати: 1) аналіз фондового ринку та прогнозування його наступної динаміки; 2) оцінка ЦП; 3) визначення та кількісний вимір ймовірних ризиків інвестування; 4) аналіз схильності до ризику інвестора; 5) формулювання інвестиційної стратегії на основі визначених цілей та відношення до ризику; 6) оцінка очікуваної ефективності вкладень.

Крім того, для більш повного інформування клієнтів про стан РЦП та інвестиційні якості окремих фінансових інструментів, банки можуть займатися рейтинговою діяльністю, а також розробкою та розрахунком фондових індексів для побудови як власних, так і клієнтських індексних портфелів ЦП. Наприклад, оцінку

кредитного ризику корпоративних облігацій в Україні вже здійснюють рейтингові агентства SlavRating та КредитРейтинг, які визначають внутрішні кредитні рейтинги емітентів боргових зобов'язань та комерційних банків.

Депозитарна діяльність. Потреба в створенні депозитарної системи викликана необхідністю нейтралізації операційних ризиків, суть яких полягає у ймовірності несвоєчасної перереєстрації прав власності та розрахунків за угодами щодо фінансових інструментів. Провідною ланкою, яка сприяє зменшенню даних ризиків, є банківські установи, що можуть виконувати роль зберігачів (при бездокументарній формі випуску ЦП) та реєстраторів (при документарній формі випуску). Депозитарні послуги є одним з важливих джерел отримання доходів для комерційних банків України (рис. 2.12).

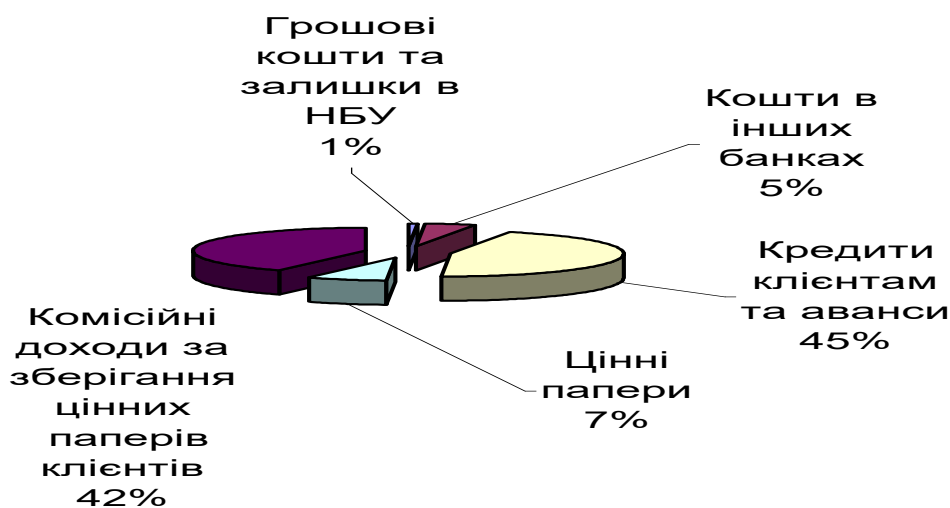


Рис.2.11. Структура нарахованих доходів ІНГ Банк Україна за підсумками 2002 року [167, с.35]

Так, нараховані комісійні доходи за зберігання ЦП клієнтів банку склали 42 % загального обсягу нарахованих доходів, що свідчить про значну роль депозитарних послуг в діяльності ІНГ Банк Україна.

Комерційні банки як зберігачі (кастодіани) виконують такі основні функції:
 1) зберігання ЦП; 2) обслуговування обігу ЦП на рахунках у ЦП (див. додаток З);
 3) обслуговування операцій емітента щодо випуску ним ЦП, а також надають

додаткові послуги щодо: 1) знерухомилення ЦП; 2) переведення всього випуску ЦП з документарної в бездокументарну форму; 3) складання облікового реєстру власників ЦП; 4) реєстрації зберігача та депозитарія як номінального утримувача у реєстрі власників іменних ЦП; 5) обслуговування інвестиційних фондів; б) впровадження, обслуговування та підтримки комп'ютеризованих систем обслуговування рахунків у ЦП [16, с.26].

Зберігання ЦП в електронному вигляді здійснюється відокремленим (лише щодо цінних паперів на пред'явника) та колективним способами. Різниця між ними полягає в необхідності вести облік із зазначенням індивідуальних ознак сертифікатів ЦП при відокремленому способі.

Значною проблемою, з якою зіштовхуються банки, є визначення автентичності ЦП, особливо на пред'явника. Для її вирішення можна використати досвід Німеччини, де випущено понад 245 млн. ЦП у документарній формі. Інформація за кожним видом ЦП збирається централізовано та надається в розпорядження усім зацікавленим інститутам. Центральна установа присвоює кожному ЦП так званий код, за допомогою якого безпомилково можна ідентифікувати його вид. У Німеччині цю функцію виконує приватна компанія – Агентство з цінних паперів [39, с.8]. Дещо подібне вже починає реалізовуватись в Україні. Національний депозитарій України розпочав кодифікацію ЦП, яка допоможе централізовано зберігати дані про них та спростить процес ідентифікації на справжність для зберігачів.

Перевагою українського РЦП є його незначний термін існування, а, як наслідок, – відсутність у інвесторів психологічного ефекту “мати щось у руках”, що відіграє велике значення на розвинутих ринках з тривалою історією. Тому слід уникати друкування ЦП, особливо на пред'явника. Державним інститутам доцільно зосередити увагу на стимулюванні емісій у бездокументарній формі.

При проведенні депозитарного обліку українські банки-зберігачі мають забезпечувати дотримання депозитарного балансу між обсягом розміщених в депозитарних установах депозитарних активів (глобальний сертифікат, сертифікат

про знерухомлення, сертифікати ЦП) та розподілом ЦП, що становлять ці депозитарні активи, між депонентами (клієнтами) депозитарної установи.

Обслуговування операцій емітента (корпоративних дій щодо випуску, викупу, деномінації, конвертації, анулювання, погашення ЦП, виплати доходів, зміни розміру статутного фонду та реорганізації) зберігач здійснює лише при безпосередній взаємодії з депозитарієм, оскільки емітент має право відкривати рахунок лише в нього. Ці операції здійснюються шляхом відповідних змін на рахунку емітента та рахунку зберігача в депозитарії.

Основна увага в діяльності вітчизняних банківських установ як зберігачів повинна бути направлена на розвиток послуг із знерухомлення ЦП (рис.2.13).

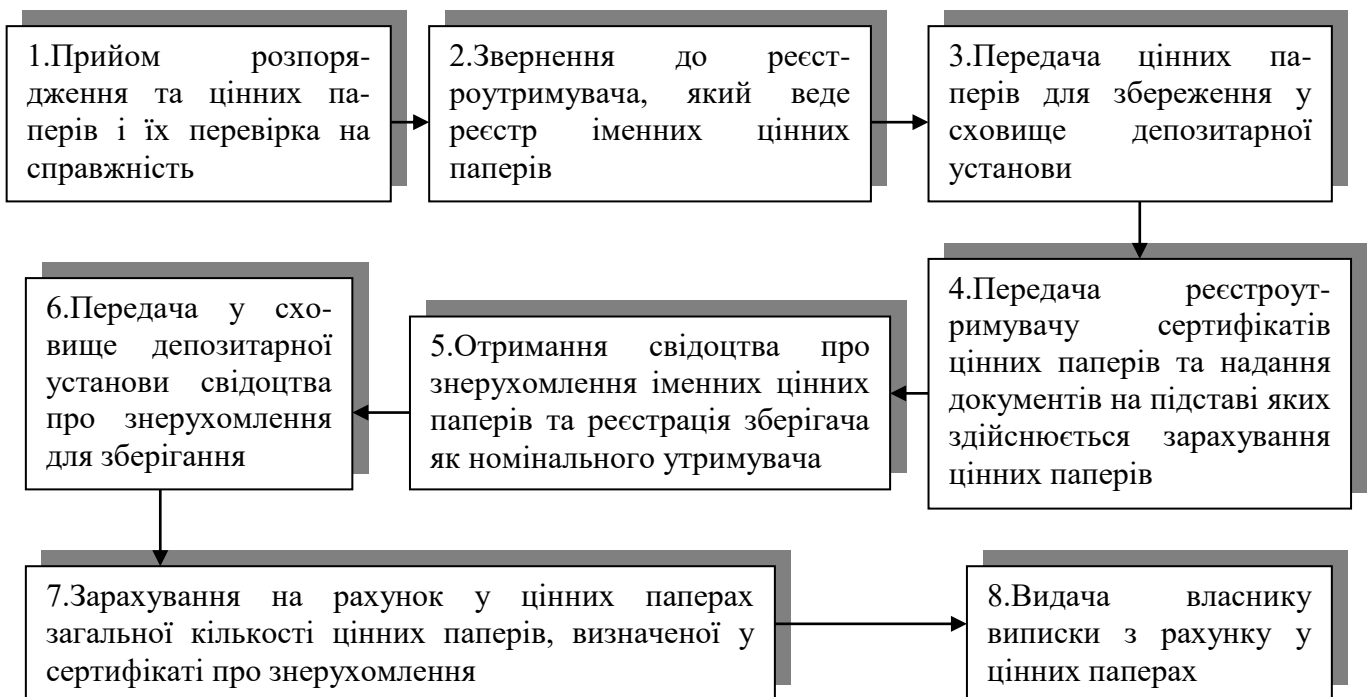


Рис. 2.12. Процес знерухомлення цінних паперів банком-зберігачем

Виконуючи операції з дематеріалізації ЦП (переведення в електронну форму), банк збільшує кількість своїх клієнтів, сприяє зростанню обсягу електронних ЦП в державі та створює конкуренцію для реєстраторів, оскільки всі операції зі зміни права власності будуть здійснюватись зберігачем. Обсяги цих операцій будуть зростати разом із збільшенням кількості ЦП, які будуть котируватися на

організаційно-оформлених ринках. Адже, тоді вимагається перереєстрація прав власності лише через депозитарій, а, як наслідок, виникає необхідність у відкритті рахунку в ЦП у зберігача.

Для аналізу діяльності банку на ринку послуг зберігачів, а також для порівняння власної позиції з конкурентами, на нашу думку, банкам доцільно розраховувати та здійснювати постійний моніторинг таких показників:

1) обсяг проведених облікових операцій (вивчення зміни кількості ЦП на рахунках депонентів у грошовому еквіваленті);

2) об'єм депозитарних активів – відображає ступінь концентрації в зберігача крупних депонентів;

3) швидкість обороту депозитарних активів – визначається діленням обсягу облікових операцій на величину депозитарних активів та показує скільки разів на рік здійснюють оборот депозитарні активи, що є в банківській установі. Це дозволить визначити активність депонентів з купівлі-продажу ЦП;

4) кількість операцій, що здійснив банк з обслуговування обігу ЦП, – показник активності зберігача на ринку;

5) середній обсяг однієї облікової операції – розраховується шляхом ділення загального обсягу облікових операцій на їх кількість. У співставленні з величиною комісійних дозволяє визначити середню величину доходу від однієї операції;

6) кількість рахунків депонентів – показує активність банку щодо розширення клієнтської бази;

7) середній розмір одного рахунку в грошовому еквіваленті – визначається діленням обсягу депозитарних активів на кількість рахунків депонентів. Дозволяє спрогнозувати потенційні доходи банку від обслуговування даного рахунку.

Аналіз вище наведених показників засвідчує, що провідну роль на вітчизняному ринку послуг зберігачів відіграють комерційні банки (табл. 2.21). З десяти найбільших зберігачів за величиною облікових операцій, вісім є банківськими установами. Швидкість обороту депозитарних активів є найбільшою в Електронбанку, що викликано незначним обсягом депозитарних активів, проте великою активністю депонентів даної установи. Істотний обсяг даного показника

також у небанківських установ (ЗЦП “Комекс Брок” та ІК “Обрій Капітал”). Це пов’язано з тим, що в даних зберігачів переважно обслуговуються торговці ЦП, які здійснюють значну кількість операцій з купівлі-продажу ЦП. Кількість рахунків депонентів, що показує діяльність зберігачів з нарощування власної клієнтської бази, є також найвищою в небанківських установ.

Таблиця 2.21

Рейтинг зберігачів в Україні за обсягом проведених облікових операцій в 2002 р.¹

Назва компанії	Обсяг проведених облікових операцій, тис. грн.	Об’єм депозитарних активів, тис. грн.	Швидкість обороту депозитарних активів, разів на рік	Кількість операцій, шт.	Кількість рахунків депонентів, шт.
ДОНМІСЬКБАНК	13886965,00	2252895,00	6,2	2142	329
АВАЛЬ	4904797,6	698296,90	7,0	3100	573
ЗЦП “КОМЕКС БРОК”	4210781,66	482424,59	8,7	56590	25150
ІК “ОБРІЙ КАПІТАЛ”	3780802,53	387821,63	9,8	120739	167916
ІНГ БАНК УКРАЇНА	2811280,80	2940409,23	1,0	3148	383
ОЩАДБАНК	2734323,46	1170556,81	2,3	148	384
УКРСИББАНК	2040918,08	841524,08	2,4	5241	7564
НРБ УКРАЇНА	1954365,04	403447,94	4,8	1993	276
ВАБАНК	1536320,00	845343,90	1,8	4238	6570
ЕЛЕКТРОНБАНК	1319473,16	55622,82	23,7	422	422

¹ Примітка. Побудовано автором за даними [165, с.36-37]

Отже, комерційним банкам слід здійснювати агресивну маркетингову політику щодо збільшення кількості власних депонентів, зосереджуючи увагу, в першу чергу, на потенційно активних клієнтах (торговцях ЦП та інститутах спільного інвестування). Разом з тим, банкам доцільно розробити ефективну тарифну політику, яка б з одного боку забезпечувала дохідність вищу, ніж витрати на обслуговування, а з іншого – була прийнятною та привабливою для депонентів. У цьому випадку необхідно використовувати результати маркетингових досліджень з вивчення потреб клієнтів, а саме: 1) спектру послуг, що найбільш цікаві для депонентів; 2) безпечності зберігання (необхідність зменшення операційних

ризиків); 3) швидкості виконання розпоряджень; 4) цінових характеристик депозитарних операцій.

На нашу думку, з метою оптимізації тарифної політики та нарощування клієнтської бази банк-зберігач може структурувати послуги з обслуговування бездокументарних ЦП у такі пакети:

- стандартизований пакет – створюється для активних інвесторів і передбачає сплату послуг обліку й зберігання, а також обслуговування операцій за ЦП, при цьому обсяг абонентської плати встановлюється в залежності від кількості проведених трансакцій;
- звужений пакет – передбачений для пасивних інвесторів, які здійснюють незначну кількість операцій, та оплата проводиться лише щодо трансакцій;
- стандартний пакет плюс організація сплати доходів за ЦП;
- стандартний пакет плюс інформаційні послуги щодо корпоративних дій емітента (повідомлення про загальні збори акціонерів, надання регулярної та особливої інформації про емітента);
- стандартний пакет плюс послуги з аналізу РЦП;
- міжнародний пакет – організація обслуговування трансакцій на міжнародних фондових ринках;
- пакет для інститутів спільного інвестування – передбачає стандартний пакет та оцінку вартості чистих активів і т.п.

Для реалізації даних пакетів банк може запропонувати укладання сервісного договору на обслуговування (Service Level Agreement), який буде містити чіткий опис послуг, що надаватиме банк-зберігач для клієнта [161, с.74].

Щодо міжнародного обслуговування операцій з ЦП, то перспективним напрямком є участь банків як зберігачів при випуску депозитарних розписок (DR) на акції українських компаній. До його функцій відносяться отримання ЦП на рахунок; зберігання ЦП; виконання функцій номінального утримувача в реєстрі; отримання і пересилка дивідендів; доставка ЦП; прийняття участі у зборах акціонерів; отримання і передача корпоративної інформації. На даному етапі лише 3 банки,

серед яких ING Barings Ukraine, Приватбанк, Перший український міжнародний банк (ПУМБ), виступили у ролі зберігачів при випуску депозитарних розписок.

Для пришвидшення перереєстрації прав власності на ЦП, а, як наслідок, залучення більшої кількості клієнтів, банківським установам доцільно також розвивати механізм електронного обміну інформації з власниками рахунків (перш за все, з торговцями цінними паперами). Так, “ІНГ Банк Україна” впровадив систему “Custody Direct”, яка передбачає подання клієнтами електронних розпоряджень зберігачу про виконання депозитарних операцій.

Не дивлячись на значний потенціал росту емісій бездокументарних цінних паперів, послугами зберігачів користуються, в першу чергу, крупні інвестори та торговці ЦП. Разом з тим, акціонерами в Україні є значна кількість фізичних осіб. Ця ситуація є результатом приватизаційних процесів, які передбачали участь кожного громадянина у поділі державної власності, а також випуск лише іменних акцій підприємствами, що приватизуються. Переважна більшість акціонерів є власниками незначної кількості акцій та не в змозі оплачувати послуги зберігачів і їх права обліковуються в реєстрі власників іменних ЦП. Тому банки з метою обслуговування невеликих інвесторів здійснюють й ведення реєстрів. Рахунки власників відкриває емітент на підставі договору з реєстратором і, як наслідок, цільовим сегментом для позиціонування даного виду послуг є саме емітент, а не власник, як при операціях зберігачів. Проте за зміну права власності оплату здійснює власник, і банк повинен, розробляючи структуру тарифів, враховувати можливість переходу зареєстрованих осіб на обслуговування до зберігача (шляхом знерухомлення ЦП) при надто великих розмірах оплати послуг у реєстратора. Даний сегмент депозитарної діяльності в Україні розвинутий більше, ніж ринок послуг зберігачів, та існує сильніша конкуренція з боку небанківських установ (табл. 2.22). Трьома найбільшими реєстраторами в Україні за кількістю емітентів, що обслуговуються, є комерційні банки – частка цих банків складає 14,6 % від загальної кількості емітентів, облік ЦП яких здійснюють реєстратори. Проте решта реєстраторів в першій десятці є небанківськими установами. За кількістю відкритих особових рахунків для власників іменних ЦП в документарній формі лідирує

Приватбанк (4,9 % від загального обсягу). Отже, найбільшими реєстраторами в Україні є комерційні банки, але їх частка на ринку є незначною та існує багато конкурентів-небанківських установ.

Таблиця 2.22

Рейтинг реєстраторів в Україні за підсумками 2002 року¹

Установа	Кількість емітентів, шт.	Частка в загальному обсязі, %	Кількість особових рахунків, шт.	Частка в загальному обсязі, %
1. Приватбанк	1377	7,6	810626	4,9
2. Промінвестбанк	795	4,4	451026	2,7
3. Укрсоцбанк	470	2,6	136421	0,8
4. Співдружність, ТзОВ	285	1,6	116389	0,7
5. ВРК Корта	271	1,5	437487	2,6
6. Компанія "Базис-Реєстр"	252	1,4	56169	0,3
7. ОКМА, ЗАТ	240	1,3	150719	0,9
8. РОСАН – ДОВІРА – РЕЄСТРАТОР	203	1,1	248365	1,5
9. Фінансова компанія "Укрнафтогаз"	196	1,1	317160	1,9
10. РЕЄСТР-СЕРВІС, ТзОВ	183	1,0	20792	0,1
Усього в Україні	18111	100	16658000	100

¹ Примітка. Побудовано автором за даними [165, с.33]

Переважно клієнтами банку при наданні реєстраторських послуг щодо ЦП стають емітенти зі значною кількістю акціонерів, що вимагає розгалуженої філіальної мережі у різних областях для спрощення перереєстрації права власності (виключення необхідності інвестора звертатися до реєстратора, який розміщений у віддаленій місцевості).

При незначній кількості філій банку проблему зміни права власності для зареєстрованих осіб можна вирішити створивши інститут трансферт-агентів. Ними можуть бути юридичні особи, що здійснюють на основі договору з реєстратором прийом від зареєстрованих осіб або їх уповноважених представників та передачу реєстратору інформації й документів, необхідних для проведення операцій у реєстрі, а також прийом від реєстратора та передачу зареєстрованим особам інформації й документів, отриманих від реєстратора. Трансферт-агент не здійснює відкриття та ведення особових рахунків зареєстрованих осіб і інші операції в реєстрі. Для даної

діяльності немає необхідності в отриманні спеціальної ліцензії на здійснення діяльності з ведення реєстру власників іменних ЦП.

Створення даних інститутів з однієї сторони буде позитивним для невеликих банків, а з іншої – зросте конкуренція з боку небанківських реєстраторів. Але в будь-якому випадку ріст конкуренції призведе до покращення якості послуг.

Отже, комерційні банки України мають значні можливості диверсифікації джерел прибутку та розширення банківської діяльності через надання інвестиційних послуг на фондовому ринку, конкурентне середовище щодо яких тільки починає формуватися.

Основними напрямками розвитку цих послуг є : 1) впровадження електронних брокерських систем; 2) розширення спектру послуг при проведенні андеррайтингу; 3) розвиток трастових послуг через виконання банківськими дочірніми установами ролі інвестиційного керуючого для інститутів спільного інвестування; 4) інтенсифікація знерухомлення документарних ЦП тощо. Проте для повної реалізації інвестиційних послуг комерційними банками необхідне вдосконалення профільного законодавства та активізація ринку фінансових активів.

Висновки до розділу 2

Комплексний всебічний аналіз практики здійснення банківських операцій з ЦП свідчить про слабкий їх розвиток на сучасному етапі в Україні, суперечливість та недостатність нормативної бази, що стосується РЦП, ще неповну дієвість ринкових правил і законів.

Національному банку України з метою активізації діяльності на РЦП доцільно здійснити зміну акцентів власної грошово-кредитної політики в напрямку використання в ролі провідного монетарного інструмента операцій на відкритому ринку. Перш за все, необхідно узгодити нормативні акти НБУ зі світовою практикою визначення операцій на відкритому ринку як діяльності, що включає проведення купівлі ДЦП зі зворотним викупом та операцій з безпосередньої торгівлі державними борговими зобов'язаннями (аутрайт) на ринку. Крім того, спільно з

Міністерством фінансів слід здійснювати заходи з метою зацікавлення комерційних банків для купівлі держоблігацій, а саме, створити інститут первинних дилерів, дозволити торгівлю єврооблігаціями в Україні, розширити методи проведення первинних аукціонів. Для забезпечення прозорого механізму обліку та перереєстрації прав власності на урядові фінансові інструменти, Національному банку України доцільно вдосконалити процедуру депозитарних операцій з РЕПО-операціями (передбачити перехід права власності), розширити систему клірингових розрахунків, врегулювати механізм розрахунків на позабіржовому ринку через перехід на “поставку проти платежу”. Крім того, з метою більш повного регулювання діяльності комерційних банків на ринку цінних паперів Національному банку України слід розробити ряд додаткових нормативів щодо обмеження вкладень банківських установ в боргові та похідні ЦП.

Комерційним банкам, враховуючи сучасні економічні реалії, для розширення та вдосконалення операції з ЦП рекомендується:

1. Для диверсифікації джерел залучення банківських ресурсів та зменшення витрат на їх обслуговування активізувати мобілізацію коштів з допомогою емісії акцій, облігацій, євробондів та депозитних сертифікатів.
2. Здійснювати випуск боргових інструментів з вбудованими опціонами, “плаваючою” відсотковою ставкою для стимулювання попиту інвесторів та захисту банку від мінливості відсоткових ставок.
3. Розширити обсяг робочих активів з допомогою механізму їх сек’юритизації на основі пулу іпотек.
4. Сприяти створенню ринку міжбанківських депозитних сертифікатів для управління ліквідністю через пасиви.
5. Формуванню власного портфеля ЦП повинна передувати розробка чітких та обґрунтованих основних засад інвестиційної політики.
6. Для побудови ефективних банківських портфелів ЦП розраховувати показники, що відображають інвестиційні характеристики власне ЦП, та проводити вивчення якісних сторін діяльності компаній при оцінці фінансового стану емітентів.

7. З метою реальної оцінки вартості акцій використовувати коефіцієнт P/E при пошуку недооцінених акцій, за якими не сплачуються дивіденди, а за ЦП неприбуткових підприємств – коефіцієнт P/S.

8. Для більш повної оцінки емітентів при формуванні блокуючих та контрольних пакетів акцій здійснювати найбільш поширену в світовій практиці оцінку компанії згідно методики Due Diligence.

9. З метою збільшення продуктового ряду банку та диверсифікації джерел прибутку розширити спектр інвестиційних послуг через впровадження електронних брокерських систем, управління ЦП для інститутів спільного інвестування, андеррайтингу, активізації надання депозитарних послуг.

Разом з тим, реалізація переваг банківських операцій з ЦП можлива лише при проведенні органами державної влади (НБУ, ДКЦПФР, Верховною Радою України, Урядом) заходів, що стимулюватимуть ріст фінансового ринку, а саме:

- 1) сприяння більшій відкритості РЦП для реальної оцінки фінансового стану емітентів цінних паперів;
- 2) врегулювання механізму злиття та приєднання банків;
- 3) прийняття необхідних нормативних актів, пов'язаних із наданням довірчих послуг для фізичних осіб та конкретизація вимог до діяльності банків, які проводять управління активами інвестиційних компаній, з метою активізації трастових послуг комерційних банків.
- 4) впровадження інституту трансферт-агентів для прискорення перереєстрації прав власності на документарні ЦП.

Лише узгоджена діяльність регулюючих органів та банківських установ забезпечить виконання операцій з ЦП згідно міжнародних стандартів і сприятиме повноправному входженню вітчизняної банківської системи до світового співтовариства.

Основні результати розділу опубліковані у наукових працях [86, 88, 89, 157].

РОЗДІЛ 3

ОСНОВНІ НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

3.1. Використання технічного аналізу і досягнень сучасної портфельної теорії при оцінці цінних паперів комерційними банками

На сучасному етапі українські банки переважно формують власні інвестиційні портфелі на основі фундаментального аналізу (§2.3.). Однак, існують й інші методи визначення об'єктів вкладення грошових коштів, які широко розповсюджені в розвинутих країнах. Перш за все, це технічний аналіз, який поряд з фундаментальним аналізом складає “класичну” методологію оцінки ринку в цілому та ЦП зокрема.

Технічний аналіз передбачає вивчення РЦП лише шляхом використання графіків ціни та обсягу продаж ЦП. По іншому цей тип аналізу ще називають внутрішнім[59,с.379-380]. Він ґрунтується на таких принципах [168, с.146]: 1) відображення – усі події (економічні, політичні, соціальні та інші) враховані у цінах фінансових інструментів; 2) тренду – динаміка цін рухається у певному напрямку; 3) повторюваності – рух цін має здатність через певний період повторюватись.

Окремі автори [169; 184] критикують даний тип аналізу через значні трансакційні витрати та невисоку прогностичну здатність, що не дає можливості отримувати постійні доходи вище середнього рівня. Проте велика кількість торговців ЦП отримує значні прибутки саме від використання методів технічного аналізу.

Основні переваги, які отримують комерційні банки від використання технічного аналізу в порівнянні з фундаментальним аналізом, полягають у наступному:

1) мала кількість вхідної інформації (головний постулат технічного аналізу твердить, що вплив усіх факторів відображається в ціні, тому необхідно вивчати

лише її динаміку);

2) простота та легкість обробки даних (існує багато комп'ютерних програмних продуктів з технічного аналізу – MetaStock, Trade Station 2000i);

3) можливість більш точно визначити час здійснення угоди.

Не позбавлений технічний аналіз цінних паперів і окремих недоліків, найсуттєвішим з яких, на наш погляд, є наявність декількох індикаторів, які мають лише певну ймовірність щодо достовірності сигналів купівлі-продажу ЦП, а також індикаторів, ефективність яких логічно пояснити не можна. Наприклад, на фондовому ринку США аналітики використовують так званий "Січневий барометр", який підтверджує кореляцію між тим, що відбувається на ринку в перші п'ять днів січня, і на протязі усього року. З 1950 р. до 1985 р. барометр вірно передбачив напрямок руху ринку 31 раз (86 % точності) [78, с.256].

Крім того, технічний аналіз переважно дає кращі результати при короткостроковому інвестуванні, а в довгостроковому аспекті доцільно брати до уваги і висновки фундаментального аналізу РЦП.

Не дивлячись на значні переваги технічного аналізу, в Україні його банки майже не використовують. Це можна пояснити низкою причин.

По-перше, і найголовніше, це відсутність ліквідного фондового ринку, тобто існує мала кількість ЦП, за якими регулярно укладаються угоди, а саме, лише вони є придатними для внутрішнього аналізу. Так, протягом 1998-2000 рр. ліквідними "блакитними фішками", тобто придатними для технічного аналізу, були акції таких підприємств як "Укрнафта", "Дніпроенерго", "Донбасенерго", "Центренерго", "Західенерго", "Київенерго" та "Стирол". Великим недоліком була диспропорція торгівлі акціями в сторону енергетичних компаній та певні економічні негаразди в цій галузі виключили вищенаведені компанії із списку ліквідних. Понад десять тижнів протягом 2001 р. не укладалися угоди щодо акцій "Центренерго" та "Київенерго", більше п'ятнадцяти тижнів – "Дніпроенерго", "Донбасенерго" та "Західенерго". Крім того, для українських ЦП не фіксуються протягом торговельного дня максимальна (High) та мінімальна ціни (Low), а також ціна відкриття (Open) та закриття (Close), які є основою для побудови багатьох

індикаторів технічного аналізу, перш за все, осциляторів.

По-друге, для того, щоб оптимізувати ефективність роботи технічних індикаторів необхідно оцінити їх результати за певний період у минулому. В розвинутих країнах цей час складає як мінімум 7-8 років (два фондові цикли Кітчїна) [78, с.144]. В Україні котирування ЦП емітентів, що піддаються технічному аналізу, придатні лише з 1997 р., коли за деякими акціями почали укладатися угоди на регулярній основі. Тому використання фахівцями банків індикаторів технічного аналізу можливе лише методом спроб та помилок. Крім того, контрольний період для перевірки дієвості методів внутрішнього аналізу також однозначно визначити неможливо через малу фондову історію і неможливість відстежити циклічність РЦП в Україні.

По-третє, у комерційних банках України обмаль фахівців, що володіють методами технічного аналізу.

По-четверте, низька інформаційна забезпеченість ринку ускладнює отримання достовірних даних.

З часом, на наш погляд, необхідність у використанні даного методу аналізу буде неухильно зростати. У міру свого розвитку українські компанії для розширення власної діяльності будуть змушені залучати ресурси через РЦП. Як правило, випуск ЦП буде здійснюватись з допомогою андеррайтингу, який передбачає підтримку ліквідності ЦП, що сприятиме зростанню ринку, а, як наслідок, з'явиться необхідність у використанні технічного аналізу при прийнятті рішень про інвестування коштів. Це стосується акцій та корпоративних боргових зобов'язань, випуск останніх в значних обсягах, як для українського ринку, вже спостерігається у 2001-2002 роках (див. табл.2.16., с.105). Відбувається також поступове відродження ринку державних облігацій, угоди щодо купівлі-продажу яких вже укладаються між комерційними банками на ПФТС без участі НБУ, що робитиме ринок ліквідним та постійним й дасть змогу для оцінки ЦП використовувати технічні індикатори. Крім того, збільшення зацікавленості з боку банків до державних зобов'язань сприятиме росту ціни цих інструментів, а в результаті відбуватиметься зменшення їх дохідності та переакцентування уваги на акції, збільшення попиту на які викличе ріст ціни й

дохідності акцій.

Придатність технічних індикаторів для використання вітчизняними комерційними банками при побудові портфеля ЦП можна проілюструвати на прикладі аналізу динаміки ціни акцій “Укрнафти” за 1998-2002 рр., як найбільш ліквідного інструмента ринку корпоративних ЦП.

Початковий етап аналізу ставить за мету визначити характер руху ціни, тобто наявність тренду (рис. 3.1).



Рис. 3.1. Тренди руху акцій “Укрнафти” в 1998-2002 рр.

Для побудови висхідного тренду проводилась лінія через мінімуми (лінія підтримки – support), а низхідного – через два максимуми (лінія опору – resistance). Протягом 1998 року та в середині 2001 року спостерігався “ведмежий” (низхідний) тренд. Поступово він затухав і змінювався на “бичачий” (висхідний), який був більш крутий та сильний.

Таким чином, рух ціни акцій “Укрнафти” має різновекторний характер, що

дозволяє комерційним банкам застосовувати інструментарій технічного аналізу, а саме, розробити оптимальну торгову систему, тобто певний набір правил та процедур, що використовується для ідентифікації сигналів купівлі-продажу ЦП. Банківські установи можуть використовувати розроблені механічні торгові системи (“три екрани” і промінь Елдера, система українського спеціаліста Е.Наймана О/Т (Oscillator/Trend) та багато інших). Проте, якщо дана система надається для широкого використання, то сигнали, що генеруються цією торговою системою, можуть використати багато інвесторів, а, як наслідок, значних прибутків на РЦП отримати не можна. Тому банківські менеджери можуть розробити власні торгові системи шляхом оптимізації деяких технічних індикаторів для використання в умовах вітчизняного фондового ринку. Для цього слід використовувати дані не менш як за 30 торгів [96, с.219].

В узагальненому варіанті існує такі три типи торгових систем: 1) розпізнавання моделей поведінки ціни; 2) моделі руху за трендом; 3) протитрендові системи [179, с.615-616].

Перший тип торгових систем передбачає побудову трендових моделей та фігур для підтвердження тренду або визначення його поворотних моментів (реверсивні фігури). Ми вважаємо цей тип технічного аналізу надто суб`єктивним, оскільки побудова трендових фігур здійснюється виключно на основі власних переконань аналітика, та не рекомендуємо для використання в роботі комерційних банків.

А тому відразу перейдемо до аналізу ковзких середніх (моделі руху за трендом), які використовуються для визначення тренду та сигналів купівлі-продажу. Якщо ковзка середня знаходиться нижче цінового графіку, то домінують “бики”, якщо навпаки, то – “ведмеді”. Для визначення моменту купівлі-продажу ЦП слід використовувати точки перетину ціни та середньої (якщо ціна перетинає середню зверху вниз необхідно продавати і навпаки). Важливим є також визначення періоду середньої, який вибирається за принципом чим довший період, для якого будується середня, тим коротша повинна бути середня. В табл.3.1. наведена оптимізація періоду простої ковзкої середньої та періодів “довгої” і “короткої” середніх, коли їх перетин використовується для генерації торгових сигналів. Для побудови ковзких

середніх використовувався програмний продукт MetaStock Pro 7.0.

Таблиця 3.1

Оптимізація ковзких середніх для “блакитних фішок” українського ринку
цінних паперів

Емітент	Classic M. A. Penetration (динаміка простої ковзкої середньої)		Moving Average Crossovers (перетин “короткої” та “довгої” середніх)		
			Період, днів		Дохідність, %
	Період, днів	Дохідність, %	“коротка”	“довга”	
Укрнафта					
1998 р.	11	388,35	3	10	167,1
1999 р.	10	174,09	18	40	311,9
2000 р.	88	17,3	9	20	65,46
2001 р.	36	22,39	6	10	24,51
2002 р.	39	28,42	9	50	42,5
Стирол					
1998 р.	57	162,98	6	10	202,64
1999 р.	47	184,49	9	30	400,83
2000 р.	194	0	10	18	71,38
2001 р.	69	2,44	10	12	269,14
2002 р.	16	20,89	9	20	40,39
Західенерго					
1998 р.	99	50,11	9	10	127,61
1999 р.	28	227,07	3	20	235,81
2000 р.	103	24,01	6	30	29,23
2001 р.	28	406,29	12	20	452,28
2002 р.	98	0	6	10	237,44
Центренерго					
1998 р.	46	57,14	9	10	120,22
1999 р.	131	0	10	15	301,18
2000 р.	178	7,5	6	20	36,73
2001 р.	21	125,69	6	10	159,22
2002 р.	11	95,00	3	10	839,55
Дніпроенерго					
1998 р.	19	103,31	6	10	279,84
1999 р.	25	92,57	6	20	343,02
2000 р.	14	125,62	15	20	121,61
2001 р.	11	262,87	9	10	130,05
2002 р.	14	314,89	6	20	545,16
Київенерго					
1998 р.	82	26,05	3	10	351,85
1999 р.	28	360,12	9	10	314,12
2000 р.	68	5,99	12	30	49,86
2001 р.	79	70,30	6	10	219,32
2002 р.	68	17,65	9	10	125,49

На основі аналізу отриманого масиву даних можна констатувати, що використання простої ковзкої середньої забезпечить отримання комерційними

банками високих доходів, хоча для всіх акцій спостерігається значний перепад періоду середньої з року в рік, особливо велика різниця виникла між 2000 р. та попередніми роками. Це, перш за все, пов'язано із значними коливаннями котирувань ЦП на ринку в річному еквіваленті та невисокою ліквідністю. Так, для найбільш ліквідних акцій “Укрнафти” величина часового періоду коливається від 10 до 81 дня. Таким чином, орієнтовну величину періоду ковзкої середньої визначити вкрай важко.

Ряд аналітиків стверджують, що експоненціальна ковзка середня дає кращий результат, оскільки вона реагує на зміну курсу один раз, а проста ковзка середня два рази: перший раз – при отриманні нового значення і другий раз – при виключенні цього значення з розрахунку середньої [121, с.67]. Здійснимо порівняння 36-денної простої та експоненціальної середніх для акцій “Укрнафти” за 1998-2002 рр.(рис. 3.2).

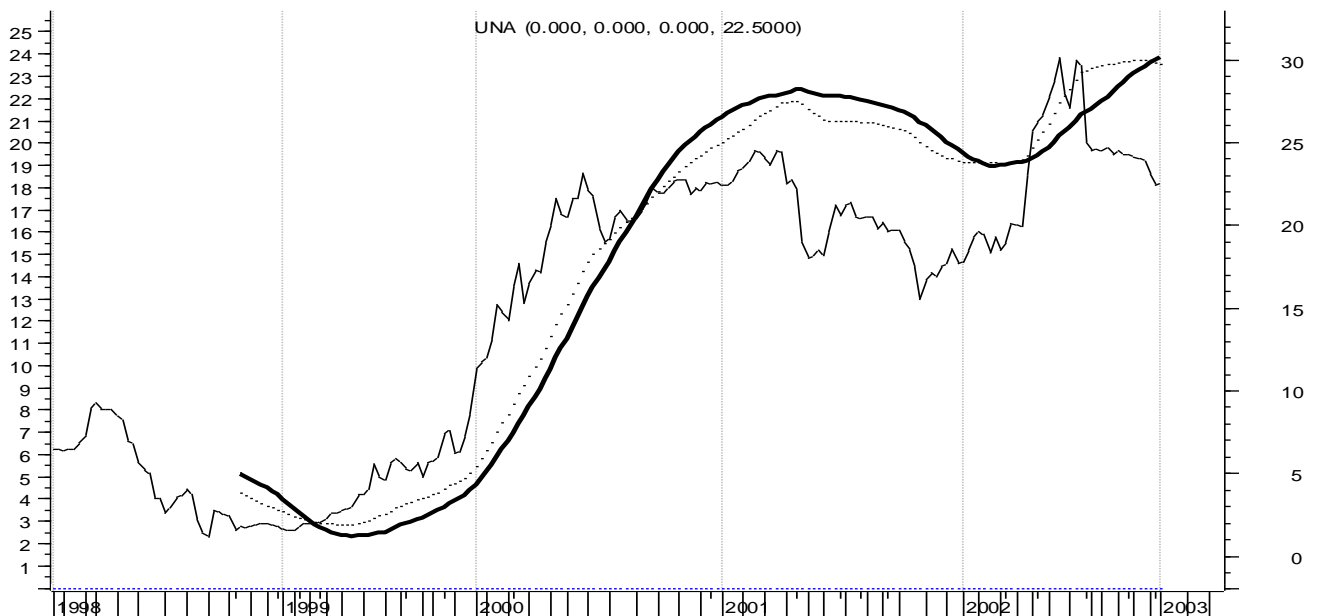


Рис. 3.2. Динаміка ковзких середніх для акцій “Укрнафти”

Як бачимо, суттєвої різниці між двома середніми немає (проста середня – суцільна товста лінія; експоненціальна – пунктирна), і вони дають переважно рівнозначні сигнали. В деяких випадках раніше сигналізує експоненціальна ковзка середня, а в деяких проста.

Більш придатним для вітчизняних комерційних банків є використання перетину “короткої” та “довгої” середніх, оскільки цей сигнал дає можливість отримати вищі прибутки та передбачає використання відносно стабільного періоду ковзких середніх. На основі даних табл.3.1. (див. с.138) можна стверджувати, що найбільш прийнятним при аналізі комерційними банками більшості українських “блакитних фішок” є 6-денна та 10-денна середня відповідно.

В розвинутих країнах величини оптимальних періодів для побудови ковзких середніх є дещо інші. Фахівці технічного аналізу Р.Колбі та Т.Маєрс, аналізуючи американський ринок, прийшли до висновку, що найбільший прибуток можна отримати, використовуючи 40-тижневу просту ковзку середню, а її експоненціальне значення дає гірший результат [78, с.47]. Щодо перетину середніх, то американський аналітик Т.Демарк вважає за правило використовувати часові інтервали в 13 та 55 днів [60, с.165-166]. На українському РЦП можна буде визначити чіткі періоди побудови ковзких середніх лише при досягненні ринком більшої ліквідності та ефективності.

Таким чином, проведення комерційними банками України відбору ЦП з допомогою ковзких середніх забезпечить значне підвищення прибутковості їх інвестиційних портфелів у порівнянні з кредитними операціями (див. табл.2.12., с.94). Проте слід враховувати, що побудова індикаторів здійснювалась на основі історичних даних, а використовувати ковзкі середні банки будуть для прогнозування руху котирувань ЦП.

Третім видом торгових систем є протитрендові моделі, основу яких становлять осцилятори, що відображають імпульси зміни ціни ЦП. Їх ще називають інерційними індикаторами [156, с.101]. Як згадувалось вище, більшість осциляторів потребують даних щодо ціни відкриття, закриття, а також максимальної та мінімальної цін ЦП. Тому використаємо лише такі осцилятори, як: 1) Momentum (розраховується як різниця поточної та попередньої цін); 2) ROC (Rate of Change) – відношення ціни поточного дня до ціни попереднього; 3) RSI (Relative Strength Index), який розраховується таким чином: $RSI = 100 - [100 / (1 + RS)]$, де RS – відношення суми позитивних та негативних змін ціни [96, с.111,114,181] (рис.3.3).

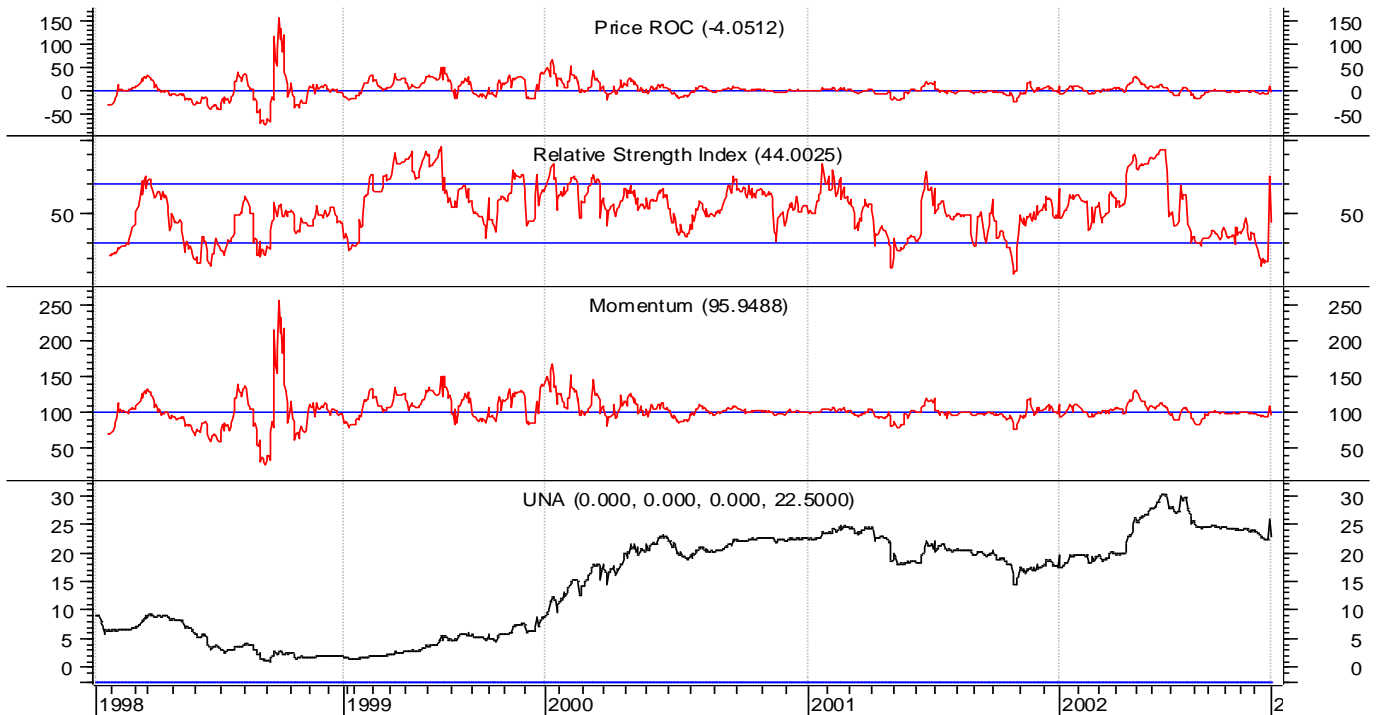


Рис. 3.3. Динаміка осциляторів Momentum, ROC та RSI

Осцилятори підтверджують сигнали, отримані від аналізу ковзких середніх. Так, у середині 2001 р. графік ціни перетнув середню зверху вниз, що є сигналом для продажу ЦП. Осцилятори в той час перетнули свою середню лінію, що також є сигналом для закриття всіх раніше відкритих довгих позицій за акціями “Укрнафти”.

Графіки Momentum та ROC майже ідентичні, а RSI більш точніше відображає зміну динаміки та сигнали купівлі-продажу.

Осцилятори допомагають банківським аналітикам визначати моменти перекупленого або перепроданого ринку. Наприклад, якщо RSI перетинає горизонтальну лінію із значенням 70, то ринок перекуплений, та необхідно продавати, а якщо значення 30 – то перепроданий, та доцільно купувати. Найбільш сильним сигналом осциляторів є розходження графіків ціни та осциляторів: “бичаче” розходження – графік ціни рухається вгору, а осцилятор – вниз; “ведмеже” сходження – графік ціни рухається вниз, а осцилятор – вгору.

Перевагою осциляторів для комерційних банків в порівнянні з рухом ковзких

середніх є їх випереджуючий характер – на початку березня 2000 р. осцилятори дали сигнал про зміну тенденції руху ціни акцій “Укрнафти”, яка була відображена на графіку ціни через певний час.

Для визначення ефективності роботи осцилятора RSI нами було проведено оптимізацію його роботи за ознаками перекупленості та перепроданості цінних паперів “Укрнафти” (табл.3.2).

Таблиця 3.2

Величина прибутків/збитків при використанні осцилятора RSI для акцій
“Укрнафти”

Рік	Прибуток, %
1998	136,08
1999	-163,03
2000	-42,32
2001	64,34
2002	43,77

Як бачимо, використання осцилятора RSI при прийнятті рішень про купівлю-продаж акцій “Укрнафти” призвело до збитків у 1999-2000 рр., що свідчить про необхідність обережного використання даного індикатора.

Таким чином, вітчизняним банківським установам для побудови ефективної торгової системи доцільно здійснювати розрахунок як осциляторів, так і моделей руху за трендом. Проте при побудові осциляторів слід враховувати їх ще не повну дієвість на українському РЦП. Для отримання кінцевого результату можна скористатись нейромережами, розвиток та впровадження у реальну практику яких в світі швидко зростає. На вхід нейромережі вносяться значення різних індикаторів, які оптимізовані, а в якості виходу використовується сигнал на купівлю-продаж [79, с.75]. Будь-який банк може придбати необхідне програмне забезпечення з метою кращого аналізу, оптимізації та інтерпретації технічних індикаторів. Найвідомішою нейромережевою програмою є Brain Maker [102, с.108].

Аналогічні методики (як і для технічного аналізу ЦП) українські комерційні банки можуть застосувати і для оцінки РЦП в цілому (використавши в якості об'єкта оцінки ПФТС-індекс). З подальшим розвитком фондового ринку розрахунок вище наведених індикаторів слід поєднувати з іншими (табл.3.3).

Таблиця 3.3

Характеристика деяких типів індикаторів технічного аналізу

Тип аналізу	Індикатори
1. Інструменти “ширини” ринку (на основі співставлення зростаючих та падаючих акцій)	Індекс абсолютної “ширини”; лінія Зростання/Падіння; відношення Зростання/Падіння; торговий індекс Армса; осцилятор розходження Зростання/Падіння; осцилятор Маккелана та ін.
2. Нові максимуми та мінімуми	Нові максимуми; нові мінімуми; відношення Нових максимумів/Нових мінімумів; різниця нових максимумів – нових мінімумів
3. “Короткі” продажі	Потрійний індекс Гросса; частка короткого інтересу; частка “коротких” продаж членів біржі; частка обороту “коротких” продаж та ін.
4. Неповні лоти (коли їх обсяг збільшується необхідно продавати і навпаки)	Індекс балансу малих лотів; відношення коротких продаж малих лотів та ін.
5. Специфічний аналіз	Індикатори об’єму; лінії Фібоначчі; японські свічки та ін.

Використання усіх вище перелічених інструментів можливе лише після створення ліквідного та ефективного РЦП.

Одним з типів аналізу, наведених у табл.3.3., є оцінка показників “коротких” продаж ЦП, проведення яких в Україні законодавчо неврегульоване. Їх здійснення є важливою умовою впровадження у практику комерційних банків результатів технічного аналізу.

“Короткий” продаж або продаж ЦП без покриття (кредитування ЦП) – це продаж фондових цінностей, взятих у кредит, з наступною їх купівлею через певний період за нижчою ціною (рис. 3.4.). У випадку, коли банківський аналітик прогнозує падіння ціни фондового активу, він бере дані ЦП в позику у брокерській конторі або в іншому банку та продає їх на ринку. Коли відбувається падіння ціни, банк придбаває відповідні ЦП за нижчої ціною на ринку з прибутком для себе та повертає ЦП кредитору.

Для забезпечення поверненості ЦП кредитору (або грошових коштів у відповідному еквіваленті), банк-позичальник вносить гарантійну маржу в розмірі близько 50% вартості ЦП на рахунок кредитора, яка додатково поповнюється у випадку зростання ціни фондового активу.

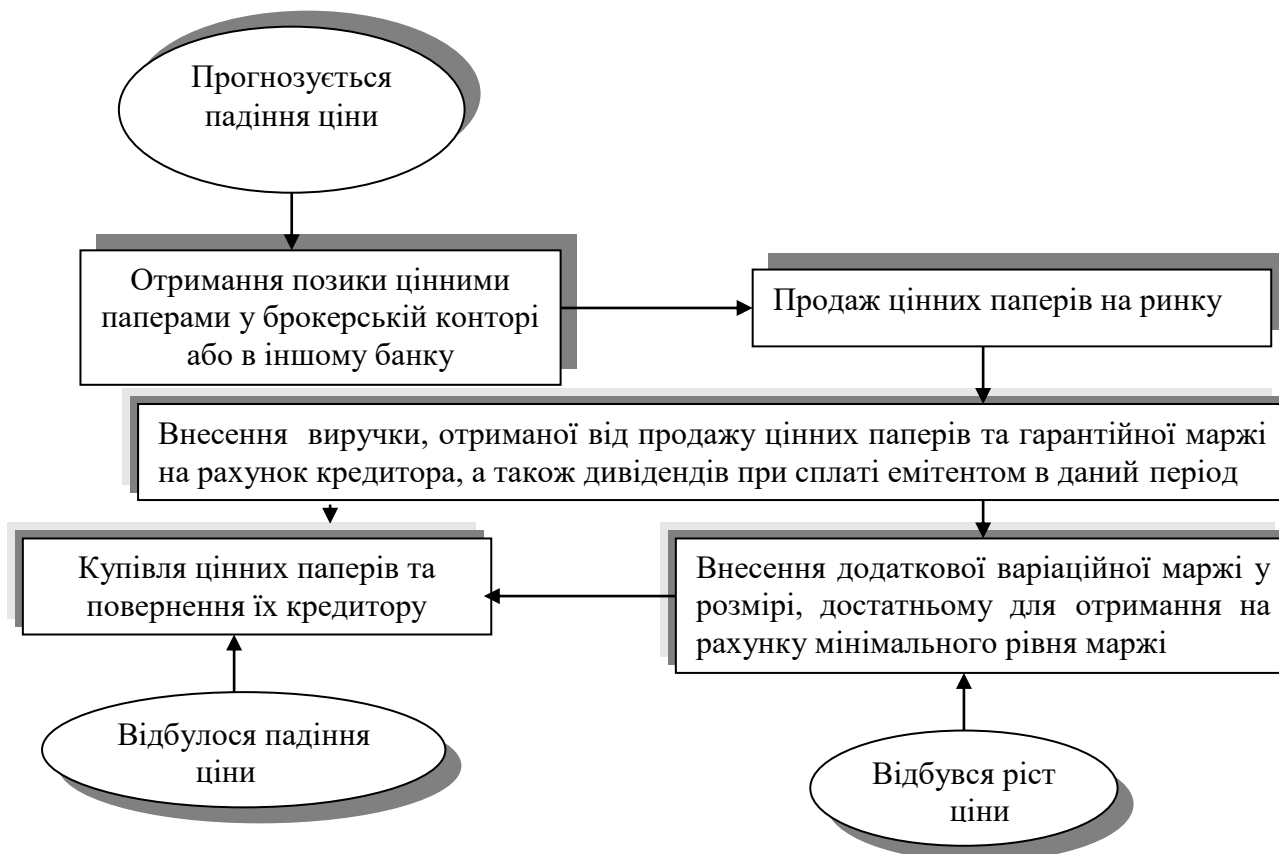


Рис. 3.4. Механізм здійснення продажу без покриття

Ряд авторів вважають, що використання “коротких” продаж торговцями ЦП призведе до значних спекуляцій та маніпуляцій на ринку. На нашу думку, чітке законодавче регламентування даних операцій виключить можливості зловживань. При цьому доцільним є використання досвіду США. Насамперед, ДКЦПФР слід у своїх нормативних актах передбачити, що здійснення продажу без покриття можливе лише за ціною, яка вища від ціни попередньої угоди з даним видом ЦП на ринку (up-tick) або рівна їй, якщо перед тим ціна зростала (zero-up-tick) [178, с.30]. Це головний принцип, який допомагатиме досягати стабільності ринку, а не навпаки. Крім того, НБУ повинен мати право встановлювати розмір необхідної гарантійної маржі, що страхуватиме кредитора від ризику невиконання угоди. Разом з ДКЦПФР Національному банку України доцільно скласти список ЦП щодо яких можна здійснювати “короткий” продаж та перелік бірж і торгово-інформаційних систем, на яких будуть дозволені ці операції (попередньо, встановивши певні вимоги до даних установ).

Законодавче регламентування кредитування ЦП дозволить банківським

установам значно розширити свої операції з фінансовими інструментами на основі використання технічного аналізу, а також надасть можливість банкам страхувати власний портфель ЦП при прогнозі падіння цін та втрати капіталу, тобто банком отримуються в позику фондові цінності, які високо корелюють з ЦП, що є в банківському інвестиційному портфелі, та здійснюється їх “короткий” продаж. В результаті падіння цін збитки за ЦП, що є в портфелі, покриваються за рахунок прибутку, отриманого від “короткого” продажу ЦП, взятих у позику.

Крім технічного аналізу існують і інші методи побудови портфеля ЦП, а саме, сучасна портфельна теорія. На сучасному етапі в Україні здійснюється переважно автоматичне перенесення західних методик інвестування, що не завжди призводить до отримання позитивних результатів. Тому оцінка досягнень сучасної портфельної теорії здійснюється в напрямку перевірки їх придатності для практичного використання комерційними банками України в діяльності на РЦП.

Засновником цієї теорії є Г. Марковіц, який на протигагу “класичній” теорії, що базується лише на показнику дохідності, ввів двокритеріальну оцінку фінансових активів. Дохідність ЦП він вважав випадковою величиною, що характеризується очікуваною дохідністю (μ) та середньоквадратичним відхиленням дохідності (δ - ризик інвестицій).

Очікувана дохідність інвестиційного портфеля – це середньозважена за частками інвестицій очікувана дохідність кожного з ЦП, що входить в портфель[112,с.135]:

$$\mu_p = \sum_{i=1}^n X_i \times \mu_i,$$

де X_i - частка ЦП в портфелі;

μ_p – очікувана дохідність портфеля;

μ_i – очікувана дохідність ЦП.

Стандартне відхилення дохідності портфеля ЦП визначається за формулою[112,с.136]:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i \times X_j \times \sigma_{ij}},$$

де X_i, X_j – частка ЦП в портфелі;

σ_p – стандартне відхилення дохідності портфеля;

σ_{ij} – коваріації дохідностей ЦП.

Г.Марковіц пропонує методику знаходження ефективного портфеля з допомогою методів квадратичного програмування [50, с.261]. Ефективним він вважає такий портфель ЦП, який забезпечує мінімальний ризик для встановленого рівня дохідності або максимальний очікуваний дохід при встановленому рівні ризику [112, с.153].

Використання сучасної портфельної теорії дозволить українським банківським установам: 1) здійснювати більш точно та ефективно вкладення коштів завдяки введенню кількісної оцінки ризику; 2) суттєво зменшити ризик портфеля ЦП за рахунок фінансових інструментів, які від'ємно корельовані між собою.

На даний час в Україні є лише акції 7-ми емітентів, за якими постійно укладаються угоди на ринку, і саме тільки їх можна використати для побудови портфеля Марковіца (див. додаток К-Н). Побудова здійснювалась окремо за кожним роком з 1998 до 2002 рр. (визначено місячні дохідності акцій, коваріаційні та кореляційні матриці). Структура портфеля ЦП в залежності від встановленого рівня дохідності наведена в додатку О.

Протягом усіх років, незалежно від величини обраної місячної дохідності, деякі акції в портфелі складають мінусову частку, тобто необхідно здійснювати “короткий” продаж цих ЦП. Така ситуація передбачається в моделі Блека, що є розвитком теорії Марковіца [75, с.63]. На нашу думку, для практичного використання вона не прийнятна через значні припущення (наприклад, на отриманні кошти від “коротких” продаж можна придбавати інші ЦП, хоча згідно світової практики 50 % коштів повинно бути на рахунку кредитора як застава отриманих в кредит ЦП).

Отримані після розрахунку портфелі ЦП не забезпечують оптимальної структури через відсутність активів, які були б пов'язані значною оберненою кореляційною залежністю з іншими інструментами (див. додаток Н).

Лише, якщо з портфеля ЦП за даними 2002 року виключити ЦП, що складають

від’ємну частку, то можна отримати портфель ЦП з позитивними частками кожного з них (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

Скоригований портфель Марковіца для українських акцій за даними 2002 року

Акції	Частка в портфелі, %		
	Встановлена дохідність в 5 % на місяць	Встановлена дохідність в 10 % на місяць	Встановлена дохідність в 15 % на місяць
1. “Укрнафта”	39,11	-36,59	-112,28
2. ”Стирол”	58,02	125,32	192,61
3. ”Центрэнерго”	2,87	11,27	19,67

Портфель вкладень в акції без необхідності проведення “коротких” продаж комерційний банк може отримати лише при встановленому рівні дохідності портфеля ЦП в 5 % на місяць, що в річному еквіваленті складає 60 % на рік. Для порівняння середньозважена відсоткова ставка за кредитами суб’єктам господарювання та фізичним особам в 2002 році складала 24,8 % [47, с.78].

Таким чином, в Україні ефективний прибутковий портфель Марковіца комерційний банк може побудувати, проте на даний час лише за акціями “Укрнафти”, концерну “Стирол” та “Центрэнерго”.

Зроблені в роботі висновки (на основі проведеного дослідження) не претендують на беззаперечну істину, оскільки в процесі побудови портфеля Марковіца використовувалась незначна вибірка ЦП, що здійснюють обіг в Україні. З ростом фондового ринку кількість ЦП, що мають постійне котирування на ринку зростає, і тоді результати, отримані від побудови портфеля Марковіца, будуть забезпечувати більшу репрезентативність. Сприятиме побудові більш оптимального портфеля Марковіца і обіг ЦП, що мають від’ємну кореляцію між собою.

Наступним етапом розвитку пропозицій Марковіца є модель Тобіна-Шарпа-Лінтнера, яка передбачає включення у портфель безризикових активів. У.Шарп вдосконалив процедуру розрахунку оптимального портфеля ЦП, розділивши ризик на систематичний (ринковий) та несистематичний (ризик емітента).

Несистематичний ризик можна нівелювати шляхом диверсифікації (включення більшої кількості ЦП в портфель), а ринковий – лише усереднити. Кількісно вплив

ринкового ризику на дохідність фінансових активів визначається однофакторною простою регресійною моделлю [178, с.207]:

$$r_i = \alpha_{iI} + \beta_{iI} r_I + \varepsilon_{iI},$$

де r_i – дохідність фінансового активу;

α_{iI} – коефіцієнт зміщення (показує дохідність ЦП при нульовій дохідності ринкового індексу);

β_{iI} – коефіцієнт нахилу (вимірює чутливість дохідності ЦП до дохідності ринкового індексу);

r_I – дохідність ринкового індексу;

ε_{iI} – випадкова погрішність.

Банку-інвестору необхідно придбавати цінні папери з високою бетою (більше 1) при зростаючому ринку та низькою бетою (менше 1) при спаді ринку [180, с.107]. Цей показник регулярно публікується в аналітичних матеріалах за результатами торгів на РЦП розвинутих країн та є одним з важливих індикаторів для прийняття рішень про інвестиційні вкладення, хоча на сучасному етапі ряд фахівців з інвестиційного управління [159, с.112-113] не вважають достовірними значення коефіцієнту бета.

Для перевірки придатності моделі У.Шарпа (щодо можливості її використання комерційними банками в українських умовах) зробимо спробу побудувати регресії місячної дохідності найбільш відомих українських акцій на основі котирувань у ПФТС на протязі 2002 року (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

Оцінка ризику цінних паперів згідно моделі Шарпа

Компанія	Альфа (α)	Стандатна помилка для альфи	Бета (β)	Стандартна помилка для бети	Коефіцієнт детермінації	Стандартне відхилення випадкової складової	Коефіцієнт кореляції
Укрнафта	-0,01	0,01	1,00	0,08	0,94	0,03	0,97
Стирол	0,06	0,06	0,33	0,58	0,03	0,19	0,18
Київенерго	-0,34	0,45	3,01	4,67	0,04	1,52	0,20
Центренерго	0,11	0,06	4,12	0,66	0,80	0,21	0,89
Західенерго	0,07	0,07	1,79	0,69	0,41	0,22	0,64
НДТПЗ ¹	0,07	0,09	7,96	0,92	0,88	0,3	0,94
Дінпроенерго	0,05	0,08	5,93	0,81	0,84	0,26	0,92

¹ Примітка. НДТПЗ – Нижньодніпровський трубопрокатний завод.

Аналізуючи таблицю, можна зробити такі висновки: альфа в акцій невелика, а в деяких від'ємна, що свідчить про можливість отримання збитків при нульовій дохідності індексу; усі акції мають високий коефіцієнт бета – найбільший в цінних паперів Нижньодніпровського трубопрокатного заводу (7,96) та в “Дніпроенерго” (5,93), тобто при зміні фондового індексу на певну величину дохідність вказаних ЦП зміниться відповідно у 7,96 та 5,93 разів більше. У такому випадку банкам доцільно придбавати ці активи лише при зростаючому ринку.

Проте ще слід звернути увагу на коефіцієнт детермінації, що показує щільність зв'язку та адекватність побудованої моделі. В акцій “Західенерго” (0,41), “Київенерго” (0,04) та концерну “Стирол” (0,03) низький коефіцієнт детермінації, що свідчить про неголовну роль впливу зміни дохідності фондового індексу на дохідність вказаних фінансових активів. Підтвердженням цього є великий розмір стандартного відхилення величини випадкової похибки. Щоб зв'язок був істотним, згідно шкали Чердока коефіцієнт детермінації має бути не менше 0,7 [70, с.60].

Таким чином, модель У.Шарпа та коефіцієнт бета згідно розрахунків, що наведені у табл.3.5., придатні для більшості “блакитних фішок” українського РЦП.

Комерційні банки можуть використовувати регресійну модель У.Шарпа, однак необхідно здійснювати постійний моніторинг коефіцієнта детермінації (для перевірки адекватності регресійної моделі) та застосовувати цю методику щодо фінансових інструментів, які мають постійні котирування на ринку.

Найбільша вигода, що отримують банки від застосування моделі У.Шарпа, полягає в можливості кількісно визначити вплив руху цін РЦП в цілому на величину інвестиційного портфеля банку, на основі отриманих даних здійснювати оперативні коригування, а також прогнозувати очікувану дохідність портфеля в залежності від зміни величини фондового індексу.

Банківські фахівці мають можливість доповнити однофакторну методику побудови портфеля ЦП за рахунок ідентифікації й інших факторів, що впливають на дохідність фінансових інструментів. Найбільш відомою багатфакторною моделлю є розробка американської компанії BARRA. Вона враховує 13 загальних факторів (так званих індексів ризику): мінливість, вдача, розмір, торгівельна активність, ріст,

відношення прибуток/ціна, відношення балансова ціна/ринкова ціна, варіація прибутку, “фінансове плече”, іноземні вкладення, продуктивність праці, дивіденди, капіталізація. Крім цього, є 55 спеціальних факторів, що представляють коди різних секторів ринку та відповідних коефіцієнтів бета та їх варіацій [159, с.324-325]. Побудова моделі є циклічним процесом, що здійснюється з використанням останньої ринкової інформації, і дані, отримані в процесі побудови моделі, а саме: вплив певних факторів на дохідність акцій та побудована коваріаційна матриця – регулярно поширюються серед користувачів програмного забезпечення BARRA [174, с.15].

В Україні вже здійснюються спроби побудови багатофакторних моделей. Так, Б.Л.Покотило розрахував множинну регресію, проаналізувавши вплив більше 25 факторів, що відображали фінансовий стан близько 150 українських підприємств за 12 міс. на ринкову ціну акцій. Після перевірки цих факторів на колінеарність (визначення змінних, що суттєво корелюють одна з одною) та з допомогою інших критеріїв було визначено, що реально впливають на ціну акцій об’єм продаж на одну акцію, номінальна ціна акції та чистий прибуток на одну акцію [132, с.30-31]. Проте ця модель враховує вплив лише факторів стану підприємства, тобто власний ризик, який можна визначити через чутливість ціни акцій до цих факторів.

На нашу думку, для практичного використання в інвестиційній діяльності комерційних банків цю модель необхідно доповнити факторами, що визначають ринковий ризик, – зміна фондового індексу, темпи зміни ВВП, динаміка відсоткових ставок (за міжбанківськими кредитами та за державними борговими зобов’язаннями), інфляція тощо.

Крім того, до багатофакторних моделей можна включити якісні змінні, які є бінарними (dummy-змінні). Вони можуть отримувати значення 1 при наявності ознаки і 0 при її відсутності, тобто здійснювати побудову так званих ASCOV-моделей (analysis-of-covariance) – поєднання у моделі кількісних та якісних змінних [100, с.311]. Наприклад, в ролі dummy-змінної може бути форма власності емітента.

Розробка таких моделей допоможе банку: 1) більш точно ідентифікувати ризику (викликані впливом різноманітних факторів на ціну фінансових

інструментів) для побудови оптимального портфеля ЦП; 2) здійснювати прогнозування подальшої зміни ціни ЦП та очікуваної дохідності портфеля.

Покращити ідентифікацію та вимір ризиків при використанні портфельної теорії комерційні банки можуть за рахунок таких методик: Value at Risk (Вартісна оцінка ризику), Historical Simulation (Історичні симуляції), Stress Testing (Стресове тестування), метод Монте-Карло і Simulation Scenario (Симуляція сценаріїв) [147, с.10]. Найбільш популярним в практиці розвинутих країн, а також вже і в Росії, є розрахунок ризику на основі Value at Risk (VAR). Цей метод вперше був рекомендований Групою Тридцяти в 1993 р. у дослідженні “*Derivatives: Practices and Principles*”. Банк міжнародних розрахунків рекомендує використовувати VAR в якості основи для розрахунку резервів капіталу [51, с.4]. Його використання є кращим, ніж стандартного відхилення через такі недоліки останнього: 1) враховуються відхилення в обидві сторони (в сприятливу і в несприятливу) від очікуваного значення, що викривлює реальну величину ризику; 2) у випадку розподілу відмінного від нормального відбувається неточність виміру ризику; 3) оцінка ризику у вигляді стандартного відхилення ускладнює процес управління ризиком, оскільки не відображає величини можливих грошових втрат [155, с.2].

VAR показує з якою ймовірністю втрати не перевищать певної суми на протязі наступних N днів. Головна перевага цієї методології – можливість порівняння ризиковості будь-яких активів банку. Кількість установ, що використовують VAR, значно розширилась після розкриття способу розрахунку VAR на основі методики RiskMetrics банком JP Morgan у 1994 р. Цей метод є фундаментом сучасного ризик-менеджменту і будь-яка українська кредитна установа може з ним ознайомитись на інтернет-сайті американського банку. Найбільш поширеним є розрахунок VAR при N рівному десяти дням і довірчому інтервалі в 99 % (Рекомендації Базельського комітету) та щоденний розрахунок при 95 % довірчому інтервалі (Рекомендації JP Morgan) [51, с.4].

Визначення VAR при нормальному розподілі зміни розміру портфеля чи ціни певного фінансового інструмента здійснюється наступним чином (методологія RiskMetrics):

$$\text{VAR} = V_0 - W_1;$$

$$W_1 = V_0 \cdot e^r;$$

$$r = 1,65\delta + \mu,$$

де V_0 - поточна вартість портфеля;

W_1 - найгірша майбутня вартість портфеля;

δ - стандартне відхилення доходностей портфеля;

μ - середня очікувана доходність портфеля (при розрахунку щоденного VAR $\mu=0$ (за даними інтернет-сайту www.WorldEconomy.ru)).

При відсутності нормального розподілу використовуються дещо складніші розрахунки. Будь-яка банківська установа для визначення Value at Risk портфелів або фінансових інструментів може придбати програмний продукт Risk Manager.

Вітчизняні комерційні банки можуть використовувати VAR лише до ліквідних цінних паперів зі значною історичною базою. Часовий інтервал при незначних флуктуаціях котирувань ЦП на вітчизняному ринку може бути 10 та більше днів.

Таким чином, банківські установи України мають велику кількість додаткових можливостей аналізу ЦП при формуванні портфеля фінансових інвестицій, а саме: 1) технічний аналіз (найбільш прийнятним є побудова ковзких середніх та осциляторів, що не передбачають використання всіх цінових полів); 2) сучасна портфельна теорія; 3) багатофакторні моделі (врахування кількісних (макро- та мікроекономічних) і якісних змінних); 4) використання при розрахунку ризику вкладень у ЦП VAR-методології.

Всі вони можуть ефективно використовуватись за умови розвитку РЦП в бік більшої прозорості, ліквідності та законодавчого врегулювання механізму здійснення кредитування ЦП.

3.2. Хеджування банківських ризиків з допомогою похідних фінансових інструментів

Проведення банківських операцій пов'язане із значними ризиками, зменшення яких є важливим напрямком роботи менеджерів банківських установ. Не є

виключенням і операції з ЦП. В Україні для управління ризиками інвестиційного портфеля створюються резерви на відшкодування збитків при можливих несприятливих обставинах. Ця методика збільшує величину неробочих банківських активів, а, як наслідок, зменшується розмір прибутку, що є головним індикатором звіту про здійснену роботу перед власними акціонерами. У світовій практиці існують інші способи нейтралізації ризику, а саме, купівля-продаж похідних ЦП (деривативів). Усіх їх об'єднує фіксація майбутньої ціни зараз, а виконання угоди через певний період. Ця особливість забезпечує суттєве зменшення або повне уникнення втрат при настанні несприятливих подій з допомогою хеджування, яке полягає в нівелюванні ризику, пов'язаного з володінням (чи наміром володіти) ЦП шляхом укладання протилежної угоди з деривативом, який тісно або повністю від'ємно корелює з базовим активом.

Характеристика суті хеджування наводиться в поясненні до групи рахунків 931 плану бухгалтерського обліку комерційних банків України, затвердженого постановою НБУ № 191 від 17.06.1997р.: “Фінансовий інструмент використовується як хеджування, якщо: а) точно визначена позиція, за якої існує ризик втрат від зміни цін і яку банк з цієї причини хеджує; б) фінансовий інструмент точно визначений у момент його придбання або продажу; в) існує зворотна залежність між зміною ціни на базовий інструмент і зміною ціни на інструмент, визначений як хедж, у результаті ризик втрат від зміни ціни на основний інструмент суттєво знижується [76, с.13]. Такий вид хеджування Дж.Сінкі називає мікрохеджуванням, а трансакції, які захищають не окремий актив, а увесь баланс банку, називаються макрохеджуванням [146, с.526].

З допомогою хеджування менеджери банківських установ можуть контролювати основні види ризиків, що стосуються як банківського портфеля ЦП, так і ризики, що пов'язані з іншими активами. Різноманітні види деривативів захищають банківські активи від відсоткового, ринкового, валютного та кредитного ризиків.

Банківські установи, здійснюючи хеджування ризиків з допомогою деривативів, отримують такі переваги: 1) незначні витрати на укладання угод через використання

маржинального механізму, тобто при відкритті позиції, наприклад за ф'ючерсами, вноситься на рахунок біржі лише 2-15 % номінальної вартості контракту; 2) зменшується величина неробочих активів через відсутність потреби створювати резерви за операціями з ЦП.

Похідні фінансові інструменти відіграють значну роль у діяльності банківських установ розвинутих країн. Так, ще в 1993 р. в німецьких банків універсального типу доходи від використання похідних контрактів склали 7 % від загального обсягу прибутку, у великих швейцарських банків – 26-37 %, у американських банків: Bankers Trust – 36 %, J.P. Morgan – 32 %, Citicorp – 12 % [115, с.426]. Іншими даними, що свідчать про провідну роль банків на цьому ринку, є те, що за підсумками 1999 р. 48 % світового ринку кредитних деривативів контролював банк J.P. Morgan [72, с.3]. Щодо темпів розвитку ринку похідних, то, наприклад, середньоденний оборот Чиказької біржі опціонів (СВОЕ) в 1992 р. складав 177 тис. контрактів, а в 2000 р. – вже 1,3 млн. контрактів [130, с.46].

Спроби створення строкового ринку були в Україні. Першою біржею, що розпочала торгівлю похідними, а саме, ф'ючерсами на курс долара США до українського карбованця, була Придніпровська товарна біржа в 1994 р. Проте торгівля здійснювалась лише декілька місяців. Причинами припинення торгів були непрофесійна їх організація та продаж ф'ючерсів здійснювався не з метою поставки через певний час, а переважно з метою фінансового забезпечення в майбутньому поставки певної партії товару [117, с.64]. У другій половині 1996 р. Київська універсальна біржа (КУБ) почала торгівлю валютними ф'ючерсами, а з 1997 р. – ф'ючерсами на ОВДП. Влітку 1997 р. торги припинилися. Основна причина – відсутність зацікавлення з боку суб'єктів, що займаються страхуванням ризиків, тобто у хеджерів [134, с.39]. У кінці грудня 1997 р. на УМВБ розпочато торгівлю валютними ф'ючерсами, а пізніше на ОВДП. Основними учасниками ринку були комерційні банки. У ролі розрахунково-клірингової палати був банк “Кліринговий Дім”. Цей строковий майданчик проіснував недовго. Основна причина занепаду – це відсутність спекулянтів. Іншим фактором, що суттєво пригальмував розвиток ринку похідних фінансових інструментів, стала фінансова криза на ринку ОВДП у 1998

році. У листопаді 1998 р. НБУ своєю телеграмою заборонив випуск валютних деривативів з метою уникнення спекуляцій на валютному ринку.

Спроба організації торгівлі деривативами була і на початку 2000 р. – згідно листа Департаменту монетарної політики НБУ від 28.12.1999 р. “Про укладення НБУ угоди з УМВБ та АБ “Кліринговий Дім” банки намагалися торгувати опціонними контрактами на КОВДП [176, с.18]. Причина швидкого припинення даних операцій – низька привабливість ДЦП. У червні 2002 року випуск відсоткових опціонів строком 4 та 6 місяців здійснив банк “Аваль”. Недоліком даного ринку є відсутність біржових торгів за даними інструментами, а, як наслідок, низька ліквідність.

Таким чином, строковий ринок в Україні має коротку, але строкату історію. На нашу думку, головною причиною таких подій є відсутність достатнього правового поля щодо похідних фінансових інструментів та мала кількість спеціалістів з питань деривативів.

Існування в обігу деривативів як стандартних документів, а не цінних паперів, передбачене Законом України “Про оподаткування прибутку підприємств”. Механізм обігу та випуску похідних ЦП не регулюється жодним із законів, а в даний час є лише проект Закону України “Про похідні цінні папери”. Регламентація строкового ринку здійснюється “Правилами випуску та обігу фондових деривативів” (Рішення ДКЦПФР від 13.04.97 №13) та “Правилами випуску та обігу валютних деривативів” (Постанова НБУ №216 від 07.07.97) [26;27]. Дані нормативні акти не сприяють розвитку ринку похідних ЦП та потребують суттєвих змін. Так, передбачено, що продавець опціону повинен мати у власності не менше 80 % базового активу, але за більшістю угод з опціонами поставка не здійснюється (табл. 3.6).

Таблиця 3.6

Завершення опціонних контрактів на акції (СВОЕ, 1999 р.), % [130, с.50]

Типи опціонів	Закриття (offsetting)	Виконання (exercise)	Завершення (expiration)
Опціон на купівлю	61,2	10,2	27,9
Опціон на продаж	48	12,6	38,9
Всього	58	10,8	31,2

Поставкою завершується лише 10,8 % угод, що не підтверджує необхідність введення такого обмеження в Україні.

Крім того, існує правова колізія щодо базових активів ф'ючерсу. В "Правилах випуску фондових деривативів" сказано, що базовим активом ф'ючерсів можуть бути тільки товарні ресурси або кошти (валютні цінності) [27, с.3]. Закон України "Про оподаткування прибутку підприємств" трактує ф'ючерс як 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 [8, с.1]. На нашу думку, трактування закону щодо ф'ючерсів є більш економічно обґрунтованим, оскільки при забороні випускати ф'ючерси на ЦП не буде можливості використовувати переваги хеджування з допомогою ф'ючерсів на акції, фондові індекси та безперечно облігації, які для банківського портфеля ЦП відіграють провідну роль, і вимагають нейтралізації ризиків, що з ними пов'язані.

Таким чином, назріла нагальна потреба прийняти базовий закон щодо деривативів, який би усунув наявні суперечності та дозволив привести інші нормативні акти у відповідність до нього. Цей закон повинен визначити основні види деривативів, що можуть здійснювати обіг в Україні (ф'ючерси, форварди, варанти та опціони), порядок їх емісії та обігу, базові активи, які можуть бути в основі похідних фінансових інструментів (ЦП, валюта, відсоткові ставки, товарні ресурси), суть хеджевих та спекулятивних операцій, учасників ринку деривативів, організацію клірингових розрахунків, порядок регулювання обігу даних ЦП. Лише за такого правового забезпечення, при наявності економічних передумов, можна створити ефективний строковий ринок, а ініціаторами цього процесу повинні бути комерційні банки як найбільш зацікавлені сторони у страхуванні ризиків. Наприклад, Німецьку біржу строкових контрактів створили банківські установи. Платформою для створення організованого ринку деривативів в Україні може бути ПФТС (провідні банки України є її членами), яка має найбільш сучасне програмне та апаратне забезпечення, та підрозділ депозитарію МФС, який на початковому етапі може виконувати роль клірингової палати при розрахунках за угодами з

похідними фінансовими інструментами.

Комерційні банки на ринку похідних ЦП можуть виконувати роль: 1) емітентів (щодо опціонів); 2) хеджерів (страхувати основні банківські ризики через купівлю-продаж деривативів); 3) спекулянтів (торгувати похідними фінансовими інструментами з метою отримання прибутку від різниці цін); 4) фінансових посередників (купувати та продавати деривативи для своїх клієнтів); 5) зберігачів (обслуговувати обіг похідних ЦП); 6) розрахункових банків.

Активізація банківських установ з метою створення ринку похідних фінансових інструментів допоможе більш повно та ефективно здійснювати ризик-менеджмент банківських активних операцій з допомогою ф'ючерсів, опціонів, форвардів, а також таких фінансових технологій строкового ринку як свопи та операції РЕПО. В Україні на даний час використовуються тільки операції РЕПО лише між НБУ та комерційними банками. Комерційні банки між собою даних операцій не проводять, хоча фахівці (В.Шапран, Н.Шапран) [177, с.10-12] вже ілюструють можливості їх використання.

Зробимо спробу проаналізувати вплив основних видів деривативів з допомогою хеджування на зменшення банківських ризиків.

Відсотковий ризик. Він пов'язаний із зміною рівня відсоткових ставок у несприятливу для банку сторону. Щодо банківських операцій з ЦП, то, перш за все, даний тип ризику стосується портфеля облігацій – ріст відсоткових ставок збільшує дохідність боргових зобов'язань, а, як наслідок, зменшується їх ціна та вартість портфеля. З допомогою деривативів банк може уникнути такого розвитку подій, фіксуючи в контракті майбутню відсоткову ставку. Для цього можна використати відсоткові ф'ючерси, здійснивши “короткий” хедж, тобто продати певну кількість контрактів, величина яких визначається розрахунком коефіцієнта хеджування, що враховує, перш за все, дюрацію облігацій. Тип інструменту вибирається через визначення кореляційної залежності між позиціями на спотовому і строковому ринках. В Україні для цього слід ввести торгівлю ф'ючерсами на державні облігації або на відсоткову ставку за міжбанківськими кредитами KIBOR. Наприклад, у 1997 р. коефіцієнт кореляції узагальнюючого показника, що використовується для

ф'ючерса, із ціною 3-х міс. ОВДП становив 95,71 %, 6-ти міс. ОВДП – 97,01 % і т.д. [93, с.50]. Це також сприятиме збільшенню ліквідності спотового ринку через можливість на основі цін ф'ючерсного ринку здійснювати певний прогноз щодо руху цін облігацій.

Проте ці операції мають ряд недоліків, а саме, існування базисного ризику, тобто непропорційної зміни цін на спотовому та строковому ринках. Крім того, при купівлі корпоративних облігацій, деривативу на відповідний базовий актив переважно немає і тоді укладається строковий контракт на державні боргові зобов'язання, кореляція з якими не є дуже високою, тобто здійснюється перехресний хедж, що є менш ефективним. Поряд з тим, банк обмежує величину прибутків при русі цін у сприятливу сторону, а саме, при падінні відсоткових ставок, тоді отримані доходи від росту цін на облігації будуть нівельовані втратами за ф'ючерсною позицією. Такою є ціна за страхування ризиків.

Цих недоліків можна уникнути при роботі з опціонами. Про привабливість даних фінансових інструментів свідчить той факт, що покупцями відсоткових опціонів банку “Аваль” були близько 90 вітчизняних банків. Головна відмінність опціонів у порівнянні з ф'ючерсами – це право, а не зобов'язання придбати (продати) актив через певний період згідно контракту, тобто при несприятливому русі цін контракт можна не виконувати. Перевагою для банків при хеджуванні з допомогою опціонів (у порівнянні з ф'ючерсами) є відсутність обмеження прибутків при рості цін на спотовому ринку, а максимальний розмір втрат – це премія, сплачена за придбання даного контракту (опціон на продаж). Для страхування портфеля облігацій здійснюється купівля захисного опціону на продаж (“пут”), коли прогнозується значна зміна цін, або продаж покритого опціону на купівлю (“колл”), коли прогнозується незначна зміна цін, оскільки в протилежній ситуації банк зазнає суттєвих збитків, а величина прибутку обмежена лише премією (рис. 3.5., 3.6).

На нашу думку, більш ефективним є використання “пут”-опціона, оскільки при його купівлі банк фіксує втрати при зменшенні ціни і не обмежує прибутки при рості ціни. В той час, як при покритому продажі “колл”-опціона прибутки фіксуються, а втрати не обмежені.

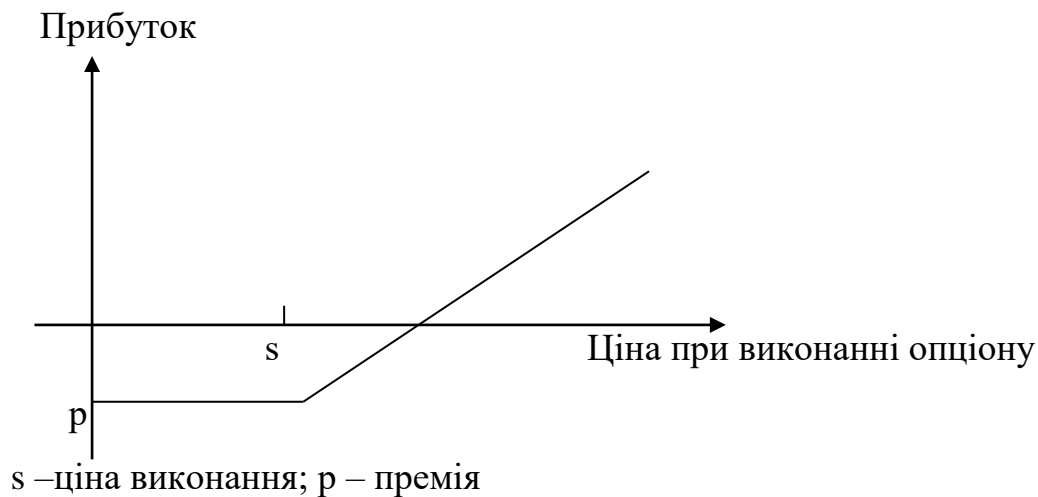


Рис. 3.5. Графік прибутку і втрат при захисній купівлі "пут"-опціону [112, с.333]

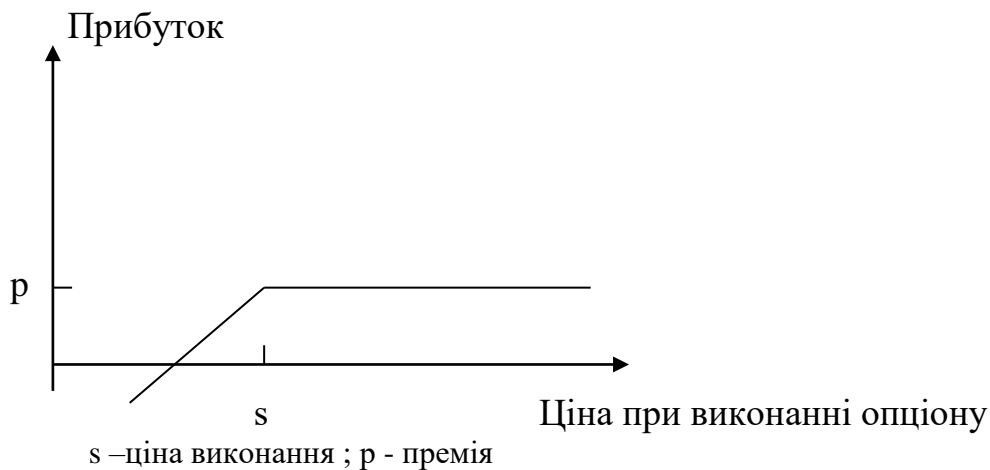


Рис. 3.6. Графік прибутків і збитків при покритому продажу "колл"-опціону [112, с.336]

При виборі між опціоном та ф'ючерсом банк має визначитись чому надавати перевагу — зменшенню прибутків (при хеджуванні ризиків з допомогою ф'ючерсів) чи допустити можливість невеликих втрат, але не обмежити величину доходів при сприятливій кон'юктурі (при застосуванні опціонів для хеджування ризиків).

Розвиток ринку опціонів та підтримку його ліквідності повинні стимулювати банки, оскільки вони мають право їх емітувати згідно чинного законодавства, при наявності ліцензії торговця ЦП.

На наш погляд, особливо при неможливості проведення прямого хеджу з допомогою ф'ючерсів, перевагу слід надавати опціонам.

Комерційні банки можуть використати опціони і для макрохеджування, перш за все, для управління гепом, що є різницею між чутливими до зміни відсоткових ставок активами та чутливими до зміни відсоткових ставок пасивами. Чим більшою є величина гепу, тим більшому відсотковому ризику піддані активи балансу. При позитивній величині гепу банк підданий ризику падіння відсоткових ставок та може його обмежити опціонами на купівлю, а при негативному гепові – ризику росту відсоткових ставок та може його зменшити з допомогою опціонів на продаж [140, с.511].

Іншим джерелом відсоткового ризику в банківській діяльності є ймовірність зміни маржі між фіксованими та плаваючими відсотковими ставками. Під фіксованими ставками можна розуміти відсотки до отримання чи сплати протягом відносно тривалого терміну, а під плаваючими – ставки за коштами залученими чи розміщеними на короткий термін. Якщо кошти були залучені на менший термін, ніж розміщені, то існує ризик при рості ставок зменшення маржі або її негативного розміру між відсотками до отримання та відсотками до сплати, тобто є невідповідність між фіксованими (на довгий термін) та плаваючими (на короткий термін) ставками. Крім того, з розвитком ринку банківських послуг, збільшенням конкуренції на ньому та при малопрогнозованому рівні довгострокових коливань відсоткових ставок видача кредитів чи залучення ресурсів буде здійснюватись на основі плаваючих ставок, тобто існуватиме можливість їх перегляду при зміні базових відсоткових ставок (облікова ставка, ставка рефінансування та інші). У цьому випадку для зменшення ризиків можна використати широко відому в США та Західній Європі фінансову технологію випуску свопів, тобто контрактів, які дозволяють здійснювати обмін фіксованими та плаваючими відсотковими платежами між контрагентами. Саме банки в Україні повинні створити ринок свопів, як це було в розвинутих країнах. Вітчизняним банкам не має потреби щось винаходити, а слід лише правильно скористатися накопиченим досвідом провідних держав у цьому питанні. Міжнародною організацією своп-дилерів (ISDA) розроблені рекомендації щодо стандартного пакету документів при укладанні свопів, що передбачає врахування шляхів виходу із ризикових ситуацій. Вітчизняні

комерційні банки можуть управляти ризиком несприятливої зміни відсоткових ставок шляхом побудови відсоткових свопів на ставку KIBOR (рис. 3.7., 3.8).

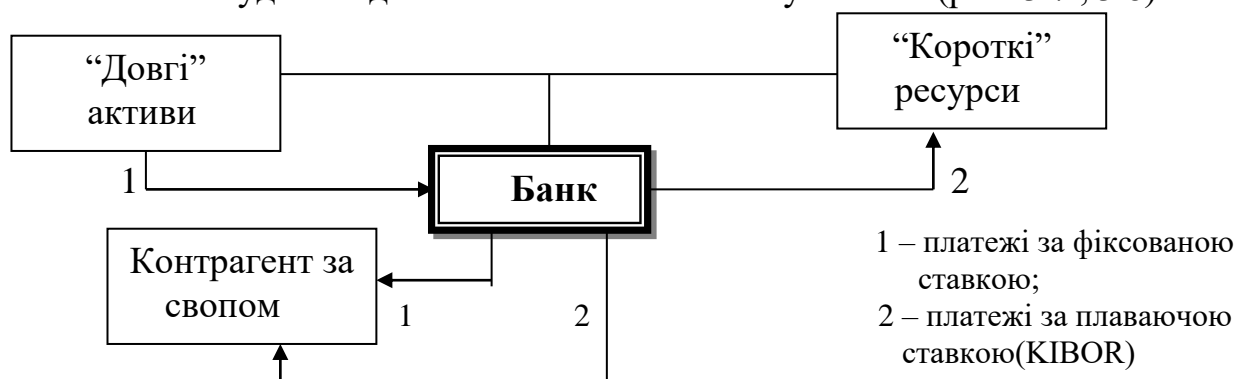


Рис. 3.7. Потоки коштів за свопом при ризикі росту відсоткових ставок

При ризикі росту ставок банк протягом певного терміну сплачує фіксовану ставку від номіналу контракту, а отримує плаваючу (KIBOR).



Рис. 3.8. Потоки коштів за свопом при ризикі падіння відсоткових ставок

При ризикі падіння ставок банк протягом певного терміну сплачує плаваючу ставку (KIBOR), а отримує фіксовану ставку в залежності від номіналу контракту.

В 2002 році 30 найбільших українських банків почали розробляти генеральну угоду щодо операцій з відсотковими свопами.

На даний час при відсутності ринку строкових інструментів вітчизняні банки можуть побудувати синтетичні відсоткові деривативи. Основне співвідношення, яке характеризує синтетичний фінансовий інструмент, Ф.Фабоцци визначає наступною

формулою [159, с.659]:

$$\mathbf{FBP = CBP - RSP,}$$

де FBP – позиція за ф'ючерсом на облігацію;

CBP – поточна позиція за облігацією;

RSP – позиція за безризиковим короткостроковим ДЦП.

Можна висунути гіпотезу про можливість побудови аналогічних інструментів з допомогою українських ЦП. Зробимо припущення: 1) короткострокові державні облігації (КДО), які випускає Міністерство фінансів України є безризиковими (на розвинутих ринках ці папери є вільними від кредитного ризику). 2) існує можливість здійснення “коротких” продаж на українському ринку. Тоді, наприклад, ф'ючерс на облігації “Київстар GSM” чи державні ПОВДП можна створити шляхом придбання облігацій цього емітента та продажу КДО (3-х місячних). Основна проблема для апробації такого типу операцій – це дозвіл на здійснення “коротких” продаж.

Таким чином, комерційні банки України можуть зменшити вплив відсоткового ризику на їх діяльність через використання ф'ючерсів, опціонів та свопів. При цьому банківські установи отримують такі переваги: 1) можливість використання деривативів як для управління ризиком портфеля облігацій, так і для управління гепом між чутливими до відсоткової ставки активами та пасивами; 2) керувати відсотковим ризиком банківських активів та пасивів шляхом обміну фіксованих відсоткових ставок на плаваючі і навпаки; 3) будувати синтетичні відсоткові деривативи, що є актуальним при відсутності строкового ринку в Україні.

Ринковий ризик. Він, в першу чергу, стосується операцій з акціями, тобто ймовірності отримання банком-інвестором збитків від падіння ціни на цей актив. Як і для нейтралізації відсоткового ризику, у цьому випадку також можна скористатись перевагами ф'ючерсних контрактів. Так, наприклад, відродження строкового ринку в Росії відбувається саме переважно через ріст обігу ф'ючерсних контрактів на акції. Ще за підсумками 2000 р. загальний обсяг торгового обороту ф'ючерсних та опціонних контрактів найбільшого строкового ринку в Росії фондової біржі “Санкт-Петербург” в 10,5 разів перевищив аналогічний показник за попередній рік та склав

6,7 млрд. руб. (табл.3.7).

Таблиця 3.7

Обсяг і структура строкових контрактів в загальному обороті біржі “Санкт-Петербург” в 2000 році [57, с.45]

Тип контракту	Оборот, млн. Руб.	Частка, %
Ф'ючерсний контракт на курс акцій РАО “ЕЭС России”	5696945628	84,8
Ф'ючерсний контракт на акції РАО “Газпром”	637066168	9,5
Ф'ючерсний контракт на акції ОАО “Сургутнефтегаз”	156179070	2,3
Опціон на курс акцій РАО “ЕЭС России”	131713900	1,96
Ф'ючерсний контракт на курс безготівкового долара США	94269175	1,4
Всього	6716173941	

Так, оборот ф'ючерсів на акції РАО “ЕЭС России” склав 84,8 % від загального обсягу торгів деривативами, оскільки саме з цих інструментів почалась торгівля похідними ЦП після кризи 1998 р., і дані акції є найбільш ліквідними на біржових майданчиках.

В Україні у ролі такого базового активу можуть виступити акції “Укрнафти”. З розвитком фондового ринку диспропорція буде зменшуватись на користь ЦП емітентів, інтерес до яких зростатиме на спотовому ринку.

Для хеджування портфеля акцій банківська установа може скористатись ф'ючерсами на фондовий індекс. В Україні в його ролі найбільш вдало буде використовувати ПФТС-індекс. Для цього банк повинен мати індексний портфель ЦП, щоб досягти ідеального хеджування. Крім того, на сучасному етапі існує багато методик розрахунку коефіцієнтів хеджування і не для індексних портфелів. Ф.Фабоцци пропонує визначати коефіцієнт хеджування на основі показників, що розраховуються з допомогою простих лінійних регресійних моделей [159, с.356]:

$$\text{Коефіцієнт хеджування} = B_{PI} \cdot B_{IF},$$

де B_{PI} – “бета” портфеля відносно біржового індексу;

B_{IF} – “бета” біржового індексу відносно ф'ючерсного контракту.

Дана методика є подальшим розвитком “класичного” портфельного підходу

Джонсона-Штейна-Едерінгтона до визначення коефіцієнта хеджування [58, с.26-27].

Поряд з вищеописаним типом строкових інструментів, для страхування інвестицій в акції можна використовувати фондові опціони, популярність яких у світі доволі велика (рис.3.9).

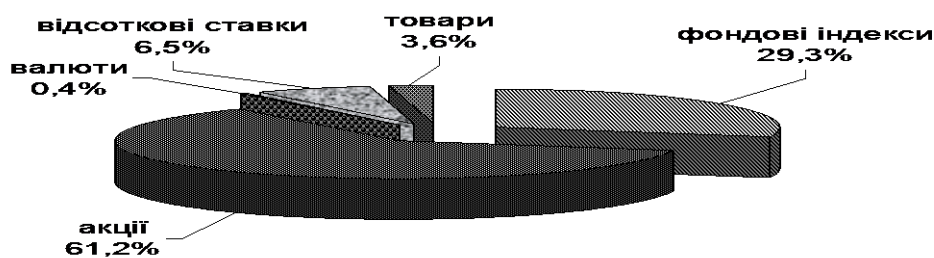


Рис. 3.9. Основні сектори світового опціонного ринку у 2000 році [130, с.47]

Частка опціонів на акції та опціонів на фондові індекси в сукупності складає 90,5 % від загального обсягу торгівлі опціонами у світі. Стратегії операцій з деривативами, які використовуються для акцій, аналогічні до стратегій, що застосовуються для зменшення відсоткового ризику.

Опціони на акції можна побудувати і синтетичним шляхом – з допомогою динамічного хеджування. Ця можливість є особливо актуальною для українських банків, які не можуть поки що торгувати реальними опціонними контрактами через відсутність на даний час такого ринку. Створення портфеля, який імітуватиме купівлю “пут”-опціону, полягає у придбанні необхідних акцій, що повинні бути базовим активом опціону, та короткострокових ДЦП у відповідних частках, що визначаються з прогнозу варіантів можливої зміни ціни акцій. Визначення часток фінансових активів здійснюється на основі біноміальної моделі оцінки опціонів. Синтетичний портфель, що імітує опціон, періодично переглядається: при зростанні курсів акцій необхідно продати частину облігацій та придбати додатковий обсяг акцій, а при падінні курсів акцій – придбати додатковий обсяг облігацій за кошти, отримані від часткового продажу акцій [178, с.676].

Таким чином, хеджування ринкового ризику з допомогою деривативів дозволить банкам: 1) управляти ймовірною негативною зміною ціни портфеля акцій з допомогою деривативів на фондовий індекс;

2) хеджувати будь-який портфель акцій, а не лише індексний портфель (використовуючи відповідні коефіцієнти хеджування);

3) будувати синтетичні деривативи за рахунок поєднання купівлі акцій та облігацій у випадку відсутності необхідних реальних похідних фінансових контрактів.

Валютний ризик. Спроби побудови ринку валютних деривативів в Україні вже були. На даний час вітчизняним комерційним банкам дозволено здійснювати операції з форвардними контрактами, але лише за кошти клієнтів на міжнародних ринках. Основне призначення цих похідних ЦП – це нейтралізація можливих втрат при ревальвації чи девальвації національної грошової одиниці, а також при зміні котирувань інших валют, якщо активи чи ресурси банку в них розміщені. У світі переважає тенденція переходу до позабіржової торгівлі валютними форвардами. Цей ринок почне активно функціонувати в Україні лише після дозволу використовувати власні кошти банків для операцій з форвардами. При цьому з метою уникнення значного впливу даних операцій на курс національної валюти можна обмежити суму форвардного контракту, кількість контрактів, що може придбати банківська установа, встановити граничну величину зміни ціни форварду.

Кредитний ризик. Світовий ринок кредитних деривативів був створений на початку 90-х років, і на даний час провідні банки світу з допомогою інструментів цього ринку страхують, перш за все, ризики непогашення боргових ЦП.

В ролі емітента можуть виступати як окремі країни, так і корпорації та банки. Учасниками даного ринку є переважно транснаціональні банки, які працюють у різних країнах світу.

Випуск кредитних похідних ЦП надасть банківській установі такі можливості:

- 1) побудова ефективних банківських портфелів з точки зору кінцевого споживача;
- 2) побудова ефективних банківських портфелів з точки зору клієнтських відносин;
- 3) аналіз ринкового бачення майбутньої ймовірності дефолту;
- 4) страхування від

ризиків банкрутства основних клієнтів; 5) забезпечення більш ефективного проектного фінансування; 6) надання захисту службовцям компанії від можливої невиконання заробітної плати та інших видів грошової винагороди внаслідок банкрутства компанії; 7) використання в якості ще однієї групи фінансових інструментів для здійснення функції дилера або маркет-мейкера [71, с.73-74].

Впровадження кредитних деривативів в українську практику є справою далекого майбутнього, але, спостерігаючи за розвитком світового ринку цих інструментів, банки зможуть частково модифікувати певні технології для вжитку у локальних умовах. Це все можливе лише при прискореному розвитку вітчизняного банківського бізнесу у відповідності до західної практики.

Крім використання деривативів для нівелювання ризиків, з їх допомогою можна здійснювати різноманітні спекулятивні операції, що забезпечують можливість отримання значно більшої прибутковості, ніж на спотовому ринку. Так, дослідження професора Дж.Е.Лінтнера показали, що похідні фінансові інструменти можуть стати ідеальним доповненням до традиційного портфеля інвестицій, який складається з акцій та облігацій [151, с.57]. Разом з тим, спекулятивні операції для комерційних банків є високоризикованими та потребують регулювання з боку Національного банку України (див. §2.1., с.62).

Існує значна кількість стратегій спекулювання, особливо з опціонами, а також можливість отримання прибутків за рахунок порівняння теоретичної ціни деривативу з ринковою. Для оцінки опціонів використовується біноміальна модель та модель Блека-Шоулза, а для ф'ючерсів – модель, на основі визначення вартості постачання. Якщо ринкова ціна перевищує теоретичну, то інструмент переоцінений та його необхідно продавати, а якщо вища теоретична – актив недооцінений, і він є претендентом на купівлю.

Цікавою для комерційних банків є можливість отримання переваг від рівності теоретичної та ринкової цін деривативів. Щодо ф'ючерсів, то це дозволяє сформувати синтетичний індексний портфель, який буде дублювати грошові потоки реального фондового індикатора шляхом придбання ф'ючерсу на фондовий індекс та короткострокових державних облігацій [159, с.360]. При цьому початкові витрати

є набагато меншими – придбання облігацій та передача їх у якості маржі на зберігання у клірингову палату. Все це є достатньо ефективним при високій достовірності прогнозу росту індексу. При іншому розвитку подій необхідне буде внесення варіаційної маржі, що збільшить початкові витрати.

Основна вигода від спекулятивних операцій з деривативами для комерційних банків – це можливість отримати значні прибутки при незначних початкових витратах, що пов'язано з використанням на ринку похідних фінансових інструментів маржинального механізму.

Отже, комерційні банки України мають значні можливості для зменшення банківських ризиків з допомогою деривативів, а також збільшення прибутків від спекулятивних стратегій. Всі можливості нашою головною проблемою – відсутність строкового ринку. Поряд з впорядкуванням відповідного законодавства, провідна участь банківських установ у створенні та підтримці ринку похідних фінансових інструментів є визначальною для отримання переваг від використання деривативів.

3.3. Перспективи використання сучасних методик управління портфелем цінних паперів

У процесі здійснення операцій з ЦП банківським установам доцільно значну увагу приділяти проведенню ефективного управління портфелем фінансових інвестицій, яке забезпечить дохідність, що буде достатньою для фінансування витрат пов'язаних із залученням ресурсів, та гарантуватиме певну величину прибутку.

Класично виділяється дві методології управління портфелем ЦП – активна та пасивна. Суть першої полягає в здійсненні банками постійного перегрупування портфеля ЦП з метою отримання дохідності вищої, ніж середня на ринку. Вона базується на гіпотезі про відсутність ефективності ринку, тобто вплив всіх факторів миттєво не відображається в курсах ЦП та здійснюється пошук недооцінених фінансових інструментів і їх придбання в надії на те, що ринок через певний час вирів-

няє їх ціну із “дійсною”. Протилежною методологією є пасивне управління, яке ґрунтується на ефективності ринку і неможливості віднайти недооцінені фондові цінності, та тому пропонується формувати портфелі у відповідності з певним індексом, дохідність якого відображує середні ринкові прибутки, розмір яких перевищити практично нереально. Деколи його називають індексуванням, хоча воно не обмежується лише стратегією слідування певному фондовому індексу. Перший національний індексний фонд, що використовував пасивне управління, виник у США в 1971 році [178, с.854]. Основні характеристики цих методологій найбільш точно сформулював американський спеціаліст з інвестиційного управління Ф.Фабоцци (рис. 3.10).

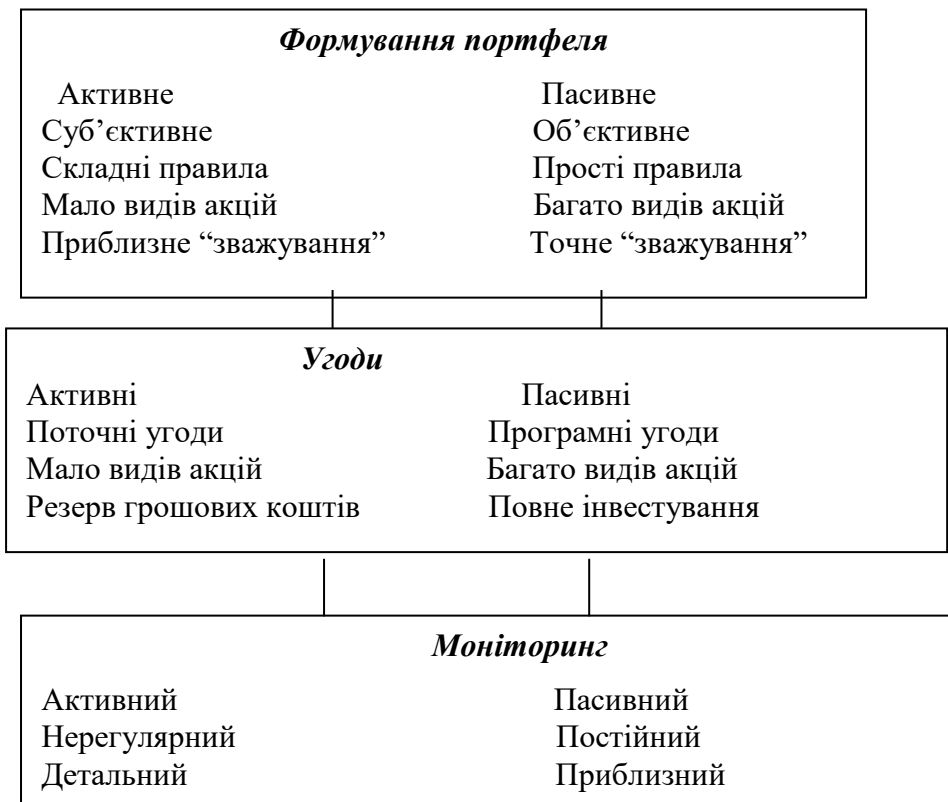


Рис. 3.10. Основні характеристики активного та пасивного управління інвестиційним портфелем [159, с.296]

На нашу думку, до цих характеристик слід додати ще розмір витрат на проведення управління – активне передбачає значні операційні витрати, оскільки укладається велика кількість угод, а пасивне – лише при формуванні портфеля та зрідка – при його ребалансуванні. Саме стосовно трансакційних витрат є найбільші

суперечки. Існують твердження, що хоча активне управління час від часу може забезпечити вищу дохідність (на думку прихильників пасивного управління – це лише випадковість), проте операційні витрати на проведення угод її нівелюють [178, с.855].

В Україні вітчизняні банки можуть використовувати як активне, так і пасивне управління. Ці методології доцільно використовувати як для управління портфелем облігацій, так і акцій.

Вітчизняним банкам основну увагу слід зосередити саме на портфелі інструментів з фіксованим доходом. Ринок цих фінансових активів в Україні розвивається швидше, ніж ринок акцій (див. табл.2.16., с.105). Саме банки є провідними операторами на ринку державних зобов'язань. Відбувається також значний приріст емісії корпоративних боргових інструментів, які за обсягами торгів займають перші місця на організованому майданчику торгівлі ЦП.

Основними методами пасивного управління, які можуть використати банківські установи України до портфеля облігацій, є: 1) індексація; 2) імунізація портфеля боргових цінних паперів;

Індексація. Вона полягає в побудові портфеля боргових зобов'язань, характеристики якого повністю повторюють певний облігаційний індекс. Впровадження даної методики вітчизняними комерційними банками стримується майже повною відсутністю індексів, що характеризують інструменти з фіксованим доходом.

Вважаємо за доцільне, щоб саме банки, які є провідними операторами на ринку боргових зобов'язань, розробили ці індикатори, оскільки їх використання допоможе банківським установам: 1) формувати індексні портфелі для власних потреб; 2) будувати клієнтські портфелі на основі облігаційних індексів; 3) використовувати індекси як джерело доходів у наданні інформаційних послуг щодо РЦП, оскільки менеджерам інших фінансово-кредитних установ необхідно буде здійснювати певну плату за використання фірмового індексу.

У США переважно банківські установи розраховують облігаційні індекси (Salomon Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter та інші).

На нашу думку, розробка банками облігаційних індексів повинна включати індекс, що відображатиме рух цін на ринку державних цінних паперів (ДЕРЖ-ОБ), індекс корпоративних боргових інструментів (КОРП-ОБ) та композитний індекс ринку облігацій (державних та корпоративних разом – ДК-ОБ).

Індекс державних облігацій в Україні вже існував до 1998 р. та називався індекс ОВДП ВІ-А. Це індекс загальної дохідності облігацій, який відображав дисконтний дохід і щоденну зміну в ціні для всіх ОВДП, що були в обігу на дату розрахунку. Індекс був зважений за вартістю, тобто зміна цін та дисконтний дохід кожної облігації зважувались з врахуванням відношення суми випуску цієї облігації до загальної вартості всіх ОВДП в індексі. Індекс був як кумулята, тобто значення індексу на дату розрахунку визначалось сумуванням середньої загальної дохідності облігації та значення індексу попереднього дня. На даний час при побудові індексу державних облігацій до його складу слід включати не лише короткострокові дисконтні облігації, але й СДО, ДДО, КОВДП та ПОВДП. З часом, при впровадженні в Україні торгівлі вітчизняними єврооблігаціями, банк може розробити індекс, який стосуватиметься й зміни цін на ці інструменти. Разом з тим, можна доповнити єврооблігаціями склад індексу державних облігацій.

Вирахування індексу корпоративних облігацій є особливо актуальним через високий ріст випуску та обігу вказаних ЦП. Перш за все, необхідно забезпечити його репрезентативність, тобто включення тих інструментів, які є найбільш ліквідними, та забезпечать характеристику ринку боргових зобов'язань в цілому. На даний час – це облігації “Київстар GSM”, “Аркада-Фонду”, Райффайзенбанку, ДАК “Титан” та ін. Розрахунок індексу необхідно здійснювати за методом капіталізації, тобто надання більшої ваги тим ЦП, обсяг випуску яких складає більшу питому вагу на ринку. Галузеві індекси можна розраховувати лише після досягнення фондовим ринком значної диверсифікації за секторами економіки.

Композитний індекс облігацій покликаний забезпечити відображення динаміки ринку облігацій в цілому. Його можна побудувати як інтегральну величину, що включатиме зміну ціни (дохідності) державних боргових зобов'язань та облігацій суб'єктів господарської діяльності.

Розробка індикаторів ринку позичкових фінансових інструментів створить основу для проведення індексних стратегій. Їх реалізація включає наступні способи імітації індексів облігацій [159, с.606-607]:

1. Спосіб стратифікованої вибірки – індекс поділяється на комірки, кожна з яких показує різноманітні характеристики індексу (строк погашення, купон, сектор ринку та ін.). Його ціль полягає у виборі з усіх випусків ЦП, що входять до складу індексу, одного чи декількох у кожній комірці, які будуть відображати усю комірку. Вага комірки в дублюючому портфелі повинна бути пропорційна ринковій вартості всіх випусків, що входять у дану комірку.

2. Оптимізаційний підхід – аналогічний попередньому, але вибір комірок та випусків, що його складають, здійснюється у відповідності з певним критерієм оптимізації і заданими обмеженнями.

3. Спосіб мінімізації варіації – цей підхід вимагає використання статистичних даних для оцінки варіації помилки спостереження, що здійснюється з допомогою оцінки цінової функції для кожного випуску облігацій.

Необхідність використання перелічених способів побудови індексного портфеля комерційними банками пояснюється: 1) неможливістю купівлі всіх облігацій, які входять в індекс через значні операційні витрати, що зможуть суттєво зменшити сукупну дохідність портфеля; 2) ймовірністю придбання фінансових інструментів за цінами, що відрізняються від врахованих при розрахунку індексу. А тому саме за рахунок вищенаведених методів імітації облігаційних індексів ці проблеми можна в переважній більшості вирішити.

Разом з тим, дохідність індексного облігаційного портфеля залежить від дохідності індексу, що лежить в основі побудови портфеля. Тому комерційним банкам доцільно здійснювати постійний моніторинг руху цього індексу, а також ідентифікувати фактори, що впливають на його динаміку. Крім того, необхідно порівнювати прибутковість та ризикованість даного портфеля з альтернативними напрямками вкладення капіталу (акції, кредитування тощо).

Імунізація. Ця методика базується на показникові дюрації облігацій. Вона є зваженим середнім строків часу до настання решти платежів [178, с.459]. Вперше

цей показник запропонував Ф.Маколей (Macaulay) в 1938 р., який стверджував, що найкращим показником середнього життя облігації необхідно вважати час надходжень від неї в потік готівки (купони, виплата номіналу) з врахуванням часової вартості грошей [65, с.15].

Дюрація вираховується наступним чином [178, с.459]:

$$D = (\sum PV(C_t) \cdot t) / P_0,$$

де $PV(C_t)$ – приведена вартість платежів, які будуть отримані в момент t ;

P_0 - ринковий курс облігації;

t – строк до погашення облігації.

Основне призначення вказаного показника – це визначення чутливості ціни облігації до зміни відсоткових ставок.

Дюрацію у фінансових розрахунках комерційні банки України майже не використовують, вона не публікується у вітчизняній фінансовій пресі. Наприклад, в російському “Бюлетені банківської статистики” регулярно розкриваються дюрації державних облігацій.

На основі дюрації в 1952 р. американець Ф.М.Реддінгтон запропонував імунізацію як інвестування, яке захищає вартість від зміни відсоткової ставки, а лауреат Нобелівської премії з економіки П.Самуельсон обґрунтував стратегію імунізації в галузі оцінки та регулювання відсоткового ризику комерційного банку [110, с.28]. Ця стратегія полягає у мінімізації відсоткового ризику за рахунок побудови портфеля боргових інструментів, потік коштів від якого використовується для фінансування зобов’язань банку.

Для цього необхідно щоб: 1) на протязі встановленого інвестиційного горизонту дюрація портфеля співпадала з дюрацією майбутніх зобов’язань (умова, запропонована П. Самуельсоном); 2) дисперсія активів перевищувала дисперсію зобов’язань (умова, запропонована Ф.Реддінгтоном) [110, с.29-30].

Комерційні банки України можуть використати імунізацію в тому числі для фінансування майбутніх витрат за депозитами або ощадними сертифікатами, проводячи розрахунок дюрацій вітчизняних облігацій (табл. 3.8) та будуючи на основі отриманих даних відповідний портфель боргових ЦП.

Таблиця 3.8

Дюрації деяких українських корпоративних облігацій, емітованих у 2002р.¹

Облігація	Строк обігу, міс.	Купонна ставка, %	Дохідність при розміщенні, %	Дюрація, років
КБ “Хрещатик”				
Серія А	12	19	14,0	0,9357
Серія В	6	16	10,0	0,9810
ЗАТ “Сармат”	12	17	15,5	0,9506
АБ ВАБанк				
Серія В	12	19	14,0	0,9170
Серія С	18	20	14,0	0,9362
Аеропорт “Бориспіль”	12	20	19	1,000

¹Примітка. Розраховано автором на основі даних, отриманих на інтернет-сайті www.cbonds.com.ua

При розрахунку дюрації для визначення приведеної вартості грошових потоків в якості коефіцієнту дисконтування використовувалась встановлена дохідність облігацій при їх первинному розміщенні. Для безкупонних облігацій (КДО) та фінансових активів, купон яких сплачується при погашенні, наприклад, облігації аеропорту “Бориспіль”, дюрація дорівнює строку до погашення.

З аналізу табл.3.8. можна констатувати, що переважно середньозважений строк до погашення облігацій близько року, та фінансувати сплати за залученими ресурсами банк можна лише щодо депозитів до 1-го року. На даний час строк залучення депозитних ресурсів переважно не перевищує цього терміну (24,2 % депозитів за підсумками 2002 року є довгостроковими, тобто більше 1-го року) [47, с.117], що робить дану стратегію придатною для реалізації вітчизняними комерційними банками.

Проте для забезпечення ефективності імунізації комерційним банкам України доцільно періодично проводити ребалансування портфеля (це недолік стратегії), щоб дотримувалась умова рівності дюрацій, оскільки вона при зміні ринкової дохідності змінюється, а також може зміниться потік зобов'язань (дострокове вилучення депозитів).

Отже, використання банківським установами стратегії імунізації допомагає оптимізувати механізм фінансування витрат за залученими коштами.

Разом з тим, використання пасивного управління вітчизняними баками дещо

ускладнене, оскільки український РЦП не є ефективним, тобто вплив, наприклад, фундаментальних макроекономічних факторів економіки миттєво не відображається в ціні ЦП. Тому банкам доцільно впроваджувати і основні види активного управління портфелем облігацій, а саме [159, с.584]: 1) стратегії, побудовані на прогнозуванні відсоткових ставок; 2) стратегії, побудовані на зсуві кривої дохідності; 3) стратегії, побудовані на спреді дохідності; 4) стратегії індивідуального вибору ЦП.

Стратегії, побудовані на прогнозуванні відсоткових ставок. Їх суть пов'язана з дюрацією, як показником, що показує чутливість облігацій до зміни відсоткових ставок. При використанні цих стратегій необхідно визначити модифіковану дюрацію, тобто розділити дюрацію Маколея на $(1+y)$, де y – коефіцієнт дисконтування. Наступним кроком є використання наступного виразу [159, с.512]:

Приблизна відсоткова зміна ціни = - Модифікована дюрація · Зміна дохідності
(в десяткових дробах).

На основі цього виразу комерційним банкам при прогнозі падіння відсоткових ставок необхідно збільшувати дюрацію портфеля, тому що ціна облігацій та їх дохідність пов'язані обернено пропорційною залежністю і падіння останньої викликає ріст ціни та чим більша дюрація, тим більше зростання вартості портфеля боргових ЦП. Цю залежність ілюструє й вираз, наведений вище. При зростанні відсоткових ставок дюрацію портфеля ЦП необхідно зменшувати. Підбір в портфель відповідних боргових ЦП можна здійснити шляхом свопу (обміну) наявних облігацій на інструменти з необхідною дюрацією.

Проте існує ряд недоліків цієї методики: по-перше, дюрація дає точні прогнози лише при невеликих змінах відсоткових ставок; по-друге, дюрація забезпечує симетричну зміну ціни при падінні та зростанні дохідності, але реально при падінні ринкових ставок ціна зростає на більшу величину.

Врегулювати перелічені проблеми можна з допомогою випуклості (convex). Її використання пов'язане з тим, що дюрація дає лінійну апроксимацію зміни ціни, а залежність між дохідністю та ціною облігації носить випуклий характер, і саме показник випуклості нівелює похибки, викликані при прогнозуванні лише з

допомогою дюрації. Цей показник обчислюється як друга похідна вартості облігації за ціною (дюрація – перша похідна) і поправка прогнозу обчислюється наступним чином [159, с.516]:

$$\text{Поправка на випуклість} = 0,5 \cdot (\text{Випуклість}) \cdot (\text{Зміна ціни в базисних пунктах}).$$

Вітчизняним комерційним банкам для більш повно врахування впливу зміни відсоткової ставки на ціну облігацій доцільно розраховувати їх випуклість (табл. 3.9).

Таблиця 3.9

Показники випуклості деяких українських корпоративних облігацій, емітованих у 2002 р.¹

Облігація	Дюрація	Випуклість
КБ "Хрещатик"		
Серія А	0,9357	4,8979
Серія В	0,9810	3,0722
ЗАТ "Сармат"	0,9506	5,0224
АБ "ВАБанк"		
Серія В	0,9170	3,1274
Серія С	0,9362	13,4766

¹ Примітка. Розраховано автором за даними інтернет-сайту www.cbonds.com.ua

Як свідчить таблиця, всі перераховані вітчизняні облігації мають високу випуклість, що значно посилює вплив зміни відсоткової ставки на ціну боргового ЦП.

Комерційним банкам при використанні стратегій, побудованих на прогнозі ринкових дохідностей, необхідно: 1) постійно керувати дюрацією портфеля облігацій в залежності від прогнозованої величини ринкової відсоткової ставки; 2) для точності прогнозів здійснювати розрахунок поправки на випуклість; 3) при виборі ЦП з однаковими дюраціями необхідно надавати перевагу тим, що мають більшу випуклість.

Стратегії, побудовані на зсуві кривої дохідності. Їх зміст полягає в побудові банківського портфеля інструментів з фіксованим доходом на основі очікуваних змін форми кривої дохідності, яка відображає зв'язок між дохідністю облігацій та їх строками до погашення. Побудувавши криву дохідності та спрогнозувавши її майбутній зсув, банківський менеджер повинен у відповідності до отриманих

результатів побудувати портфель облігацій. В залежності від типів зсуву можна побудувати такі портфелі [159, с.591-592]: 1) портфель “стиснення” – строки погашення ЦП портфеля концентруються поблизу однією точки на кривій дохідності (коли крива дохідності стає більш крутішою – “підйом”); 2) портфель “розширення” – строки погашення ЦП концентруються в двох значно віддалених один від одного точках (зменшення крутизни кривої – “вирівнювання”); 3) “ступінчата” стратегія – терміни погашення облігацій портфеля рівномірно розподіляються за можливим діапазоном строків.

Проаналізуємо криві дохідності українських державних облігацій зі строками погашення до 1-го року (рис. 3.11).

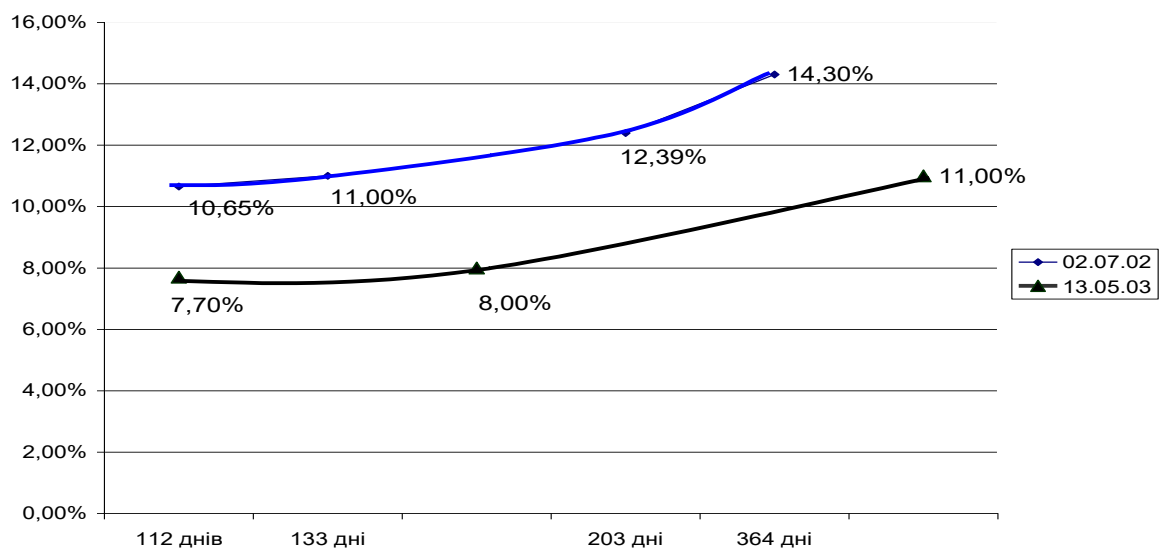


Рис. 3.11. Криві дохідності українських державних облігацій 2002-2003 рр.¹

¹ Примітка. Побудовано автором на основі даних інтернет-сайту www.minfin.gov.ua

Як бачимо, форма кривої дохідності станом на 13.05.2003 р. в порівнянні з 2.07.2002 р. майже не змінилась, лише було падіння ринкових дохідностей та часткове вирівнювання кривої. В цій ситуації, якщо тенденція не зміниться, вітчизняні комерційні банки можуть побудувати портфель “розширення” – слід купувати облігації зі строками погашення, що концентруються в двох значно віддалених один від одного точках (3-х місячні та річні). Проте, оскільки вирівнювання кривої є незначним, доцільно порівняти прибутковість портфеля

“розширення” з портфелем “стиснення”.

Крім того, криву дохідності можна використовувати і для пошуку недооцінених ЦП. Так, якщо дохідність певної облигації лежить вище кривої, то він недооцінений і навпаки [135, с.135].

Таким чином, для активного управління портфелем облигацій з допомогою прогнозування зсуву кривої дохідності комерційним банкам слід: 1) побудувати прогнозу криву дохідності і порівняти її з поточною; 2) визначити тип зсуву кривої (паралельний, підйом, вирівнювання); 3) у разі неможливості точного визначення непаралельного зсуву, порівняти дюрації, випуклості та дохідності портфелів “стиснення та “розширення”; 4) при рівності дохідностей в залежності від прогнозу (зменшення чи падіння відсоткових ставок) вибрати портфель з необхідним розміром дюрації, а при їх рівності надати перевагу портфелю ЦП з більшою випуклістю.

Стратегії, побудовані на спреді дохідності (секторні стратегії). Такі стратегії передбачають формування портфеля боргових ЦП у відповідності до змін спреду дохідності облигацій різних секторів. Наприклад, кредитні спреди між державними та корпоративними облигаціями зростають при зменшенні економічної активності та зменшуються при її рості. Визначення темпів росту в окремих галузях при порівнянні з іншими та в цілому по державі також є основою для прогнозування майбутніх спредів.

Для перевірки прийнятності застосування даної методики комерційними банками України прослідкуємо зміну спредів між державними і корпоративними облигаціями (табл. 3.10).

Таблиця 3.10

Середня дохідність до погашення облигацій в Україні (в %-х річних)¹

Період	Корпоративні облигації	Державні облигації	Спред дохідності
4 квартал 2002 року	17,24	10,81	6,43
1 квартал 2003 року	15,89	8,10	7,79

¹ Примітка. Розраховано автором на основі даних інтернет-сайту www.cbonds.com.ua

В 1-му кварталі 2003 року спред дохідності між державними та корпоративними

ЦП виріс у порівнянні з попереднім періодом, хоча в той же час відбувався ріст ВВП і промислового виробництва (7 % і 10,7 % відповідно) [47, с.3,5]. Зростання спреда викликано більш швидшими темпами зменшення доходності державних облігацій у порівнянні з корпоративними борговими ЦП. Таким чином, загально визнане правило розвинутих ринків капіталу щодо зменшення спредів між державними та корпоративними борговими зобов'язаннями при рості макроіндикаторів на даний час в Україні не спрацьовує.

Враховуючи ще не повністю сформовані ринкові відносини в Україні та можливість постійної зміни ситуації щодо величини спреда доходності між державними та корпоративними ЦП, використання банківськими установами методики прогнозування доходності корпоративних облігацій при управлінні портфелем ЦП повинне опиратись на поточні статистичні дослідження зміни спреда на вітчизняному ринку.

Стратегія індивідуального вибору цінних паперів. Вона полягає в пошуку недооцінених ЦП шляхом визначення дійсної вартості облігацій та її порівняння з ринковою ціною. Якщо перша величина є більшою, то облігація недооцінена і є кандидатом для купівлі, а якщо ринкова ціна вища, то такі інструменти необхідно продавати.

Основними параметрами, що визначають дійсну вартість облігацій, є величина купону та коефіцієнт дисконтування. Значною проблемою вітчизняних комерційних банків при проведенні даних обчислень є відсутність єдиної методології визначення коефіцієнта дисконтування.

У ролі даного коефіцієнту в залежності від виду облігації, можна застосувати: 1) ставку міжбанківського кредитування KIBOR; 2) облікову ставку НБУ; 3) коефіцієнт дисконтування аналогічних за інвестиційними характеристиками облігацій, що здійснюють обіг на ринку. Крім того, банк може розробити власну методику розрахунку коефіцієнта дисконтування.

Так, Приватбанк при розрахунку коефіцієнта дисконтування враховує: 1) базову ставку - середню конкурентну ставку за депозитами і вільноконвертованій валюті – 6 %; 2) компенсацію ризику зміни відсоткової ставки – 3 %; 3) компенсацію

за низьку ліквідність об'єкту оцінки відносно депозиту – 3 % (за даними інтернет-сайту www.pbank.com.ua).

Використання в якості базової відсоткової ставки валютного депозиту, на наш погляд, є неприйнятним, оскільки всі облігації, що здійснюють обіг в Україні, повинні котируватися в національній валюті.

При розрахунку справедливої вартості ДЦП комерційні банки можуть скористатися методикою Національного банку України. Для визначення справедливої вартості ДЦП, що були в його портфелі станом на 1.01.2003 р., НБУ здійснював такі розрахунки: 1) для визначення вищого рівня справедливої вартості використовувалася облікова ставка НБУ (на 31 грудня 2002 р.) в розмірі 7 %; 2) для визначення нижчого рівня – ставка дисконтування у розмірі 9 %, а саме, середньозважена дохідність за довгостроковими державними облігаціями (з терміном погашення до 2008 року), реалізованими Міністерством фінансів України в 2002 році на аукціонах з їх первинного розміщення [166, с.48-49].

Проте слід враховувати, що портфель НБУ переважно складається з довгострокових облігацій (ПОВДП). Тому для визначення нижчого рівня справедливої вартості інших державних боргових зобов'язань слід використовувати середньозважену дохідність (на первинних аукціонах Міністерства фінансів) тих ДЦП, які за строками погашення співпадають з державними облігаціями, що є в портфелях комерційних банків.

Дисконтна ставка за корпоративними облігаціями для визначення їх справедливої вартості, на нашу думку, повинна включати: 1) ставку дохідності з розміщення державних цінних паперів на первинних аукціонах Міністерства фінансів України, строки погашення яких співпадають зі строками погашення корпоративної облігації; 2) відсоткову ставку, що компенсує ризик меншої ліквідності; 3) відсоткову ставку, що компенсує нижчий кредитний рейтинг.

Дохідність ДЦП виступає в якості базової відсоткової ставки, оскільки даний фінансовий інструмент є найменш ризикований на ринку облігацій України. До базової ставки слід додати певний розмір відсотку для компенсації меншої ліквідності корпоративних боргових зобов'язань, ніж в державних облігацій, а

також відсоток, що показує величину кредитного ризику вкладень в ці облігації. Ризик ймовірності непогашення емітентом основної суми боргу та купонних платежів можна визначити за рахунок аналізу кредитних рейтингів облігацій. В Україні ці рейтинги вже розраховують компанії “КредитРейтинг” та “SlavRating”.

Існують і гібридні методи управління портфелем облігацій, а саме, умовна імунізація (використання в якості базової активної стратегії, яку змінюють імунізацією, якщо при реалізації першої повна дохідність знижується до мінімально припустимого рівня) та активна індексація (повна дохідність індексу є лише мінімальним рівнем дохідності, який повинен забезпечити менеджер).

При управлінні портфелем облігацій комерційним банком України доцільно скористатись також стратегіями, які запропонував П.С.Роуз [140, с.309-311]. З допомогою даної методики банки можуть побудувати портфелі ЦП, що будуть надавати можливість управління ліквідністю, дохідністю або одночасного поєднання обох стратегій. Розподіл вкладень може виглядати наступним чином: 1) стратегія короткострокового акценту – орієнтація на ліквідність та придбання лише короткострокових облігацій (в Україні ними можуть бути КДО); 2) стратегія довгострокового акценту – орієнтація, перш за все, на дохідність та придбання довгострокових цінних паперів (ПОВДП й КОВДП); 3) стратегія “штанги” – балансування між дохідністю та ліквідністю (придбання КДО, а також ПОВДП й КОВДП); 4) стратегія “драбини”, аналогічна “ступінчастій” стратегії, що була запропонована при управлінні з допомогою прогнозування зсуву кривої дохідності.

Для забезпечення вищого рівня дохідності (див. табл.2.14., с.98) банківські установи формують портфель акцій, який також управляється пасивними та активними методами.

Основними видами пасивного управління банківського портфелем акцій є: 1) стратегія “купи та тримай”; 2) індексація.

Стратегія “купи та тримай”. Вона є найбільш простим способом управління, який передбачає придбання акцій та їх утримання з метою генерації поточних дивідендів та продажу для отримання доходу від капіталізаційного приросту.

Індексація. Є аналогічним методом, що й при управлінні облігаціями, та передбачає формування портфеля, який за своїми характеристиками повторюватиме динаміку руху певного фондового індексу. На противагу індексації облігаційного портфеля, для моделювання якого ще необхідно розробляти власні індекси інструментів з фіксованим доходом, індекси акцій в Україні вже розраховуються (табл. 3.11).

Таблиця 3.11

Характеристика основних фондових індексів України [173, с.4-5]

Індекс	Компанія, що розраховує	Загальна характеристика	Дохідність за 2002р., в % ¹	
			грн.	Дол. США
ProU-50	“Прспект – Інвестментс”	В основу розрахунку покладена зміна капіталізації 50 компаній, що котируються на ПФТС, фондових біржах та акції “телефонного” ринку,	-	12,80
КАС-20	“Альфа-Капітал”	На базі 20 ліквідних акцій. Є простий та зважений (більша питома вага “блакитних фішок”)	-	50,31
ПФТС-індекс	ПФТС	Розрахунок на основі капіталізації найбільш ліквідних акцій, що котируються на ПФТС	33,40	-
SBPU-30	АТ “Софія-цінні папери”	Розраховують загальний і галузеві індекси на основі 10 компаній, які лідерами в своїй галузі	95,11	-
RoCaP	“Росан-Капітал”	Загальний індекс фондового ринку на основі акцій 52 емітентів	-	-
Sokrat Index	ІК “Сократ”	Розрахунок на основі капіталізації 7 найкращих акцій в ПФТС	68,31	-

¹ Примітка. Розраховано автором на основі даних газети “Бізнес” 2001-2002 рр.

Переважає більшість індексів розраховуються на основі котирувань акцій в ПФТС, оскільки ця торговельна система є найбільшим за обсягом торгів організаційно-оформленим ринком цінних паперів в Україні. Лише одна компанія (“Софія-цінні папери) обчислює окремі індекси акцій для галузей економіки. Це дозволяє оцінити тенденції зміни котирувань акцій певної галузі в залежності від ситуації в ній. Для порівняння, в Росії група фондових індексів АК&М включає зведений індекс АК&М, індекс акцій промислових компаній, індекс акцій “другого ешелону”, 11 галузевих індексів та індекс депозитарних розписок [90, с.44].

Побудова банківського портфеля акцій шляхом дублювання будь-якого з

фондових індексів, що наведені в таблиці, забезпечує дохідність, яка значно перевищує відсоткові ставки за кредитами суб'єктам господарювання (у 2002 році – 24,9 % в національній валюті та 11,9 % в іноземній валюті) [47, с.78].

Дослідженнями щодо фондових індексів займаються багато авторів. На нашу думку, найбільш обґрунтованими в розвиток розглянутих індексів є пропозиції В.І.Ляшенко, який пропонує розраховувати наступні індекси [104, с.243]:

1) **I1** (для макроекономічної оцінки інвестиційного клімату) – використання середньгеометричного зважування 10-15 акцій;

2) **I2, I3, I4** (для аналізу та прогнозування кон'юнктури ринку акцій) – використання середньгеометричного або середньоарифметичного зважування 100-150 акцій;

3) **I5** (для оцінки ефективності управління портфелем і в якості основи для ф'ючерсних контрактів) – середньоарифметичне зважування 25-100 акцій.

При прийнятті рішень про портфельну індексацію для банківських установ найбільш прийнятним є використання індексів, побудованих методом капіталізації, тобто середньоарифметичного зважування ціни, де вагами виступає частка від ділення величини емісії певного випуску на загальний розмір емісій всіх випусків, що входять в індекс. Існують думки, що використання принципу капіталізації не припустиме, оскільки тоді можна вважати, що вся економіка залежить від декількох великих підприємств [48, с.7]. Проте світова практика показує, що переважна більшість індексів розраховуються саме методами ринкового зважування, і на ринках капіталу завжди провідну роль відігравали великі підприємства.

Для індексації банківській установі доцільно розробити і власні індекси, які більш точно будуть відповідати поставленим банком цілям. Вони можуть передбачати оцінку не лише організованого, але і “телефонного” ринку, оскільки на останній припадає близько 90% угод, що укладаються на РЦП. Проте дублювати зазначений індекс буде надто важко через переважання індикативних котирувань на позабіржовому ринку і реальна ціна придбання ЦП може суттєво відрізнятись від оголошеної. Тому цей індекс слід використовувати в більшості для аналізу й прогнозування динаміки ринку в цілому.

На даний час з наявного набору фондових індикаторів, на наш погляд, найбільш прийнятним при здійсненні вітчизняними банківськими установами побудови індексного портфеля є імітація ПФТС-індексу (додаток П), оскільки він найбільш точно відображає тенденції РЦП в Україні. Підтвердженням найбільшої прийнятності даного індексу є його включення провідною рейтинговою агенцією Standard&Poors до розрахунку фондового індексу Frontier Markets (“пограничних” ринків, до яких належить Україна). При цьому, побудувати індексований портфель акцій можна з допомогою таких способів [59, с.290-291]:

- Спосіб капіталізації – купівля акцій компаній з найбільшою капіталізацією, що включені в індекс з відповідними вагами, а залишкова вага рівномірно розподіляється між рештою акцій індексу.
- Спосіб стратифікації – визначення класифікуючого фактору або декількох факторів для поділу випусків на класи (страти) та мінімізація несистематичного ризику за рахунок диверсифікації за галузями.
- Спосіб квадратичної оптимізації – одним з його варіантів є побудова портфеля Марковіца (§3.1.).

Вказані способи імітації фондового індексу дозволяють банківській установі значно зменшити витрати, ніж при купівлі всіх акцій, що входять до складу фондового індексу, та створити портфель, який за своїми характеристиками відповідатиме певному індексу акцій.

Разом з тим, банк може побудувати портфель, який переважатиме дохідність певного фондового індексу, за рахунок використання активних методів управління. Найбільш прийнятними для впровадження в Україні є: 1) групова ротація – вибір акцій, емітованими компаніями тих галузей, в яких прогнозується вищий ріст в порівнянні з іншими та з ростом ВВП в цілому; 2) управління на основі прогнозування цін акцій з допомогою технічного аналізу (§3.1.); 3) пошук недооцінених ЦП на основі визначення внутрішньої ціни акцій чи внутрішньої ставки дохідності, використовуючи метод дисконтування дивідендів.

Підтвердження більшої прибутковості активних методик управління портфелем акцій можна отримати за рахунок порівняння дохідності від придбання акцій на

основі сигналів технічного аналізу та дохідності фондового індексу ПФТС. Так, якщо сформувавши банківський портфель акцій, щодо яких проводився технічний аналіз в §3.1. (див. с.138), з однаковими частками, то його дохідність за 2002 рік при проведенні операцій з ЦП на основі сигналів перетину “короткої” та довгої” ковзких середніх склала 303,9 %, а дохідність ПФТС-індексу в 2002 році – 33,4 %. Проте, активні методики мають значно вищий ризик, оскільки при невірному прогнозі руху певних параметрів існує можливість отримати значні збитки.

Отже, банківським установам України для забезпечення високої дохідності та ефективності фінансових інвестицій слід використовувати методи активного та пасивного управління портфелем акцій й облігацій. Більш консервативному банку доцільно скористатися методами пасивного управління, перш за все, індексацією. Для гарантування покриття витрат на обслуговування ресурсів прийнятною є імунізація портфеля облігацій. Агресивному та схильному до ризику банку потрібно використовувати активне управління шляхом визначення недооцінених ЦП та прогнозування зміни тих чи інших економічних показників, що тісно корелюють з РЦП.

Висновки до розділу 3

Дослідження та аналіз впровадження нових сучасних технологій формування портфеля ЦП і управління ним свідчать про наявність значних можливостей для банків з розширення доходної бази та оптимізації системи ризик-менеджменту при здійсненні активних операцій.

Спростити процедуру відбору об’єктів для інвестування комерційні банки можуть з допомогою технічного аналізу, для здійснення якого необхідна лише вхідна інформація про динаміку ціни фондового активу та об’єм продажу. Важливою перевагою даного типу оцінки ЦП є простота та легкість обробки даних через наявність великої кількості програмних продуктів, що автоматизують процес аналізу вхідних потоків інформації. На наш погляд, найбільший обсяг доходів на вітчизняному РЦП комерційні банки можуть отримати з допомогою торгової

системи, яка буде генерувати сигнали, отримані від динаміки руху простої ковзкої середньої та перетину ковзких середніх з різними часовими періодами. До використання осциляторів слід підходити обережніше, оскільки вони не завжди забезпечують отримання позитивних результатів, і прийнятними є індикатори імпульсів ціни, які базуються на використанні в якості вхідної інформації лише одного цінового поля.

Разом з тим, для збільшення ефективності технічного аналізу необхідно нормативно передбачити порядок здійснення кредитування ЦП (регулювання даних операцій повинно бути в компетенції НБУ та ДКЦПФР), оскільки продаж ЦП без покриття є основою забезпечення прибутковості більшості торгових стратегій.

Поряд з технічним аналізом, банки з метою більш точного визначення розміру прибутку та диверсифікації ризиків можуть скористатися досягненнями сучасної портфельної теорії, що базується на методології квадратичного програмування. Це, перш за все, моделі Г.Марковіца та У.Шарпа. Перша з них придатна для використання лише у випадку позитивних часток кожного ЦП в структурі портфеля. При використанні моделі У.Шарпа, а саме, коефіцієнта бета для визначення величини коваріації дохідності того чи іншого ЦП з ринковим портфелем, доцільно здійснювати постійний моніторинг коефіцієнта детермінації для перевірки адекватності моделі. Здійснюючи побудову багатофакторних моделей, на наш погляд, банківським фахівцям слід звертати увагу на необхідність включення до складу цих моделей не лише факторів фінансового стану емітента, але й макроіндикаторів (зміна ВВП, облікової ставки і т.п.) та якісних змінних (форма власності емітента).

Новітні технології дають банкам змогу також більш повно оцінити величину ризиків при операціях з ЦП. Використовуючи методику Value at Risk (Вартісна оцінка ризику) банківська установа може визначити з якою ймовірністю втрати не перевищать певної суми на протязі наступних N днів.

На основі операцій з ЦП банківські установи можуть управляти й ризиками (кредитним, відсотковим, валютним, ринковим), що генерують інші банківські операції. У цьому випадку найбільш прийнятним є використання похідних

фінансових інструментів (ф'ючерсів, опціонів, свопів). Однак, їх впровадження залежить від законодавчого врегулювання порядку випуску та обігу деривативів і процедури проведення хеджування. На даний час банківські установи можуть конструювати синтетичні похідні ЦП за рахунок поєднання купівлі-продажу акцій та облігацій, а також використовувати свопи для управління ризиком фіксованих та плаваючих відсоткових ставок.

Збільшити прибутковість вкладень у цінні папери банки можуть за рахунок здійснення різних видів управління портфелем ЦП – зміна складу портфеля на основі прогнозування величини відсоткових ставок з допомогою дюрації, кривих дохідності боргових інструментів тощо. Це переважно методи активного управління портфелем ЦП.

Пасивне управління ототожнюють у більшості з індексацією портфеля ЦП. Для портфеля боргових зобов'язань банкам (активним учасникам ринку боргових ЦП) слід здійснювати активні дії з розрахунку різноманітних облігаційних індексів, що будуть основою даної стратегії (індекс держоблігацій, корпоративних боргових зобов'язань та композитний індекс).

Таким чином, впровадження сучасних технологій здійснення операцій з ЦП допоможе банкам більш точно оцінювати очікувані прибутки та управляти ризиковістю банківської діяльності, а також з допомогою фінансово-інвестиційної діяльності банки сприятимуть швидшому становленню ринкових відносин у державі.

Основні результати розділу опубліковані у наукових працях [84, 87].

ВИСНОВКИ

Дослідження банківських операцій з цінними паперами в умовах реформування української економіки дозволило зробити ряд висновків науково-теоретичного та прикладного характеру.

1. Ринок цінних паперів є невід'ємною складовою економічної системи держави, що відрізняється від решти її складових, опосередкуванням відносин між суб'єктами економічної діяльності з допомогою цінних паперів та включає певні структурні елементи фінансового ринку, а саме частину грошового ринку (обіг цінних паперів з терміном дії до одного року – депозитні сертифікати, короткострокові облігації), частину ринку капіталів, на якому обертаються довгострокові цінні папери терміном більше 1 року, а також сегменти товарного ринку, де економічні відносини опосередковані з допомогою коносаментів, складських свідоцтв та ринок похідних цінних паперів (ф'ючерси, форварди, опціони, варанти). Всі суб'єкти даного ринку (емітенти, інвестори, фінансові посередники, інфраструктурні учасники та регулюючі органи) перебувають в нерозривній єдності й взаємозв'язку, що є важливим елементом забезпечення цілісності та стабільності фінансової системи держави.

2. В Україні триває становлення змішаної моделі фондового ринку, що передбачає можливість проведення операцій з цінними паперами як банками, так і парабанківськими інститутами. Банківські установи можуть здійснювати будь-який вид діяльності з цінними паперами – емісійну, комерційну, комісійну, депозитарну, а також виступати в ролі інвесторів (при формуванні портфеля цінних паперів). Для більш повного розуміння суті банківських операцій з цінними паперами Національний банк України та інші державні установи в своїх нормативних актах повинні усунути наявні протиріччя між вкладенням коштів у цінні папери та інвестиційною діяльністю. На наш погляд, вкладення банками грошових ресурсів у цінні папери є фінансовими інвестиціями незалежно від терміну придбання. Крім того, банкам притаманні специфічні риси, що відрізняють їх від решти фінансових інститутів (універсальність діяльності, спектр операцій з цінними паперами та ін.).

Саме це сприяє становленню банківських установ як провідних учасників на вітчизняному ринку цінних паперів.

3. Аналіз діяльності Національного банку України на фінансовому ринку свідчить про доцільність зміни інструментарію грошово-кредитної політики в напрямку більш широкого використання операцій з цінними паперами для регулювання обсягу грошової маси та ліквідності банківської системи згідно світових тенденцій. Крім того, слід скоригувати депозитарно-клірингову систему обслуговування обігу державних цінних паперів в бік її узгодження з міжнародними стандартами (в тому числі впровадження поставки проти платежу при розрахункових операціях за угодами з цінними паперами як на біржовому, так і на позабіржовому ринках). Разом з Міністерством фінансів Національний банк України повинен сприяти збільшенню ліквідності, привабливості та ефективності ринку державних боргових зобов'язань. Нагляд за операціями комерційних банків з цінними паперами слід вдосконалити в напрямку нормативного обмеження Національним банком України вкладень в боргові інструменти та в деривативи.

4. Комерційні банки можуть значно диверсифікувати джерела залучення ресурсів шляхом емісії цінних паперів, що забезпечить збільшення пропозиції цінних паперів на ринку, а як наслідок, ріст конкуренції між емітентами за кошти інвесторів, який призведе до активізації ринку цінних паперів. Стимулювати попит на власні фінансові інструменти комерційні банки можуть, пропонуючи облігації з вбудованими опціонами та “плаваючою” відсотковою ставкою, здійснюючи сек'юритизацію наявних активів, випуск євробондів тощо. Збільшити власну ліквідність, а також створити надійне джерело пошуку коштів банки можуть шляхом побудови міжбанківського ринку депозитних сертифікатів.

5. Всебічне дослідження практики здійснення комерційними банками операцій з цінними паперами свідчить про використання переважно фундаментального аналізу при формуванні портфелів фінансових інвестицій. При цьому банківським менеджерам слід враховувати низький рівень взаємозв'язку всіх складових фінансової системи держави, необхідність доповнення аналізу фінансового стану емітентів вивченням якісної сторони діяльності, оцінкою показників, що

характеризують інвестиційні характеристики цінних паперів та впровадженням різних стандартів аналізу в залежності від терміну, на який придбаваються цінні папери та розміру пакету акцій. Це дозволить комерційним банкам сформувати портфелі цінних паперів, які забезпечать вищу дохідність у порівнянні з кредитними операціями, та більш повно відповідатимуть цілям, що викладені в інвестиційній декларації. Крім побудови власних портфелів цінних паперів вітчизняним банкам доцільно розширювати надання інвестиційних послуг, які на даному етапі ринкових перетворень здійснюються на слабкому рівні та при малому спектрі. Для їх активізації, перш за все, необхідне правове врегулювання трастових послуг. Разом з тим, виходячи з існуючого законодавчого забезпечення, банківським установам доцільно розвивати андеррайтинг випуску цінних паперів, виступати в ролі інвестиційного керуючого інститутів спільного інвестування (через дочірні установи), впроваджувати електронні брокерські системи та здійснювати обслуговування обігу клієнтських цінних паперів (надання депозитарних послуг).

6. Комерційні банки можуть значно покращити оцінку цінних паперів при формуванні інвестиційного портфеля за рахунок використання технічного аналізу та досягнень сучасної портфельної теорії. Технічний аналіз придатний до використання в якості механізму прийняття інвестиційних рішень при вкладенні вітчизняними банками коштів в короткостроковому періоді (перш за все, з допомогою стратегій, побудованих на основі руху ковзких середніх). Щодо досягнень сучасної портфельної теорії, то моделі Г.Марковіца і У.Шарпа є придатними до використання з певними обмеженнями, а багатofакторні моделі придатні після достатньо глибоких емпіричних перевірок з використанням економетричних процедур. При побудові множинних регресій поряд з факторами, що характеризують емітента, доцільно включити макроекономічні фактори та якісні (бінарні) змінні. Використання досягнень сучасної портфельної теорії допоможе банку більш повно ідентифікувати та визначити вплив тих чи інших факторів на ціну фінансового інструмента, а також кількісно вимірювати та управляти ризиком портфеля цінних паперів.

7. Управління ризиками банківської діяльності вважаємо за доцільне здійснювати також через використання похідних цінних паперів як одного з найбільш ефективних інструментів захисту від несприятливих обставин. На сучасному етапі в Україні ринок цих інструментів відсутній і комерційні банки повинні стати головними рушійними силами створення ринку деривативів. А в даний момент банківські установи можуть здійснювати побудову синтетичних опціонів та ф'ючерсів шляхом комбінування придбання акцій й облігацій, а також зменшувати ризики через проведення своп-технологій.

8. Одним з важливих питань покращення банківських операцій з цінними паперами є впровадження нових методик управління портфелем фінансових інвестицій. Перш за все, це стосується розвитку індексних стратегій, які потребують від банків, провідних операторів ринку цінних паперів, зусиль з розробки власних індексів цінних паперів, особливо щодо облігацій. Іншою провідною стратегією для облігаційних портфельів повинна бути імунізація портфеля цінних паперів, тобто співставлення грошових потоків від облігацій та пасивів на основі дюрації з метою нівелювання відсоткового ризику. Банківським установам, схильним до ризику, слід розвивати активні методи управління, а саме пошук недооцінених цінних паперів, врахування руху кривих доходності.

Отже, банківські операції з цінними паперами мають значні перспективи для свого подальшого розвитку в Україні як діяльність, яка на міжнародних ринках капіталу є найбільш прибутковою та продукує велику кількість фінансових інновацій. Західні методи інвестування коштів в переважній більшості є придатними до використання в Україні, хоча потребують коригування у відповідності до вітчизняних правил функціонування фондового ринку. Завдяки розвитку операцій з цінними паперами, банківські установи зможуть значно розширити спектр власних послуг, збільшити величину прибутків та оптимізувати технології ризик-менеджменту банківської діяльності. Крім того, розвиток операцій з цінними паперами може стати одним з провідних елементів забезпечення інтеграції банківської системи України у світовий економічний простір.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Закон України “Про банки і банківську діяльність” від 7 грудня 2000 р. №2121-111 // Законодавчі і нормативні акти з питань банківської діяльності. – 2001. – №1. – С.3-47.
2. Закон України “Про інвестиційну діяльність” від 18 вересня 1991р. № 1560-12// Юридичний вісник України. – 1997. – 18-24 вересня. – № 48. – С.3-15.
3. Закон України “Про інститути спільного інвестування” (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) від 15 березня 2001 р. №2299-111 // Цінні папери України. – 2001. – №18.– С.11 – 22.
4. Закон України “Про іпотеку” від 3.06.2003 р. №898 // Голос України. – 2003. – №129. – С.18-21.
5. Закон України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. №979 // Голос України.– 2003. – №146. – С.18-21.
6. Закон України “Про Національну депозитарну систему України та особливості електронного обігу цінних паперів” від 10 грудня 1997р. №710/94-ВР //Галицькі контракти.– 1998. – №8. – С.129-136.
7. Закон України “Про обіг векселів в Україні” від 5 квітня 2001 р. №2374-111//Законодавчі і нормативні акти з питань банківської діяльності. – 2001. – №5. – С.13-15.
8. Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств” від 22 травня 1997 р. №283/97-ВР (Витяг) // Українська інвестиційна газета. Нормативна база. – 1999. – №19. – С.1-2.
9. Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” від 18.06.1991 р. №1202-12// Відомості Верховної Ради України. – 1997. – №45. – С.26-48.
10. Указ Президента України “Про фонд захисту громадян-інвесторів на фондовому ринку” від 8 липня 1998 р. №756/98 // Діло. – 1998. – 3серпня. – С.20.
11. Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами установ комерційних банків України, затверджена постановою Правління Національного банку

України від 30 грудня 1997 р. №466 // Законодавчі і нормативні акти з питань банківської діяльності. – 1998. – №2. – С.5-32.

12. Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні, затверджена постановою Правління Національного банку України від 28.08.2001р. №368//Українська інвестиційна газета. Нормативна база. – 2001. – №43. – С.12-30.

13. Методичні рекомендації про порядок реорганізації, реструктуризації комерційних банків, затверджені постановою Правління Національного банку України від 9 жовтня 2000 р. №395 // Законодавчі і нормативні акти з питань банківської діяльності. – 2000. – №11. – С.25-49.

14. Положення (Стандарт) бухгалтерського обліку №2 “Баланс”, затверджено наказом Міністерства фінансів України від 31 березня 1999 р. №87 // Українська інвестиційна газета. Нормативна база. – 2000. – №4. – С.6-8.

15. Положення про депозитарну діяльність Національного банку України, затверджене постановою Правління Національного банку України від 19 березня 2003 р. №114. // Законодавчі і нормативні акти з питань банківської діяльності. – 2003. – №5. – С.7-63.

16. Положення про депозитарну діяльність, затверджене Рішенням ДКЦПФР від 26 травня 1998 р. №61 // Українська інвестиційна газета. Нормативна база. – 1998. – №27. – С.25-32.

17. Положення про механізми рефінансування банків України, затверджене постановою Правління Національного банку України від 28 лютого 2002 р. №82 // Законодавчі і нормативні акти з питань банківської діяльності. – 2002. – №4. – С.8-41.

18. Положення про надання особливої інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами-емітентами облігацій, затверджене Рішенням ДКЦПФР від 10 лютого 2000 р. №5 // Українська інвестиційна газета. Нормативна база. – 2000.– №11. – С.1-5.

19. Положення про порядок здійснення Національним банком України з банками операцій репо, затверджене постановою Правління Національного банку України

від 29 травня 2001 р. №204 // Законодавчі і нормативні акти з питань банківської діяльності. – 2001. – №6. – С.35-38.

20. Положення про порядок реєстрації випуску акцій відкритих акціонерних товариств і облігацій підприємств, затверджене Рішенням ДКЦПФР від 9 лютого 2001 р. №18 // Цінні папери України. – 2001. – №23. – С.11-18.

21. Положення про порядок створення та державної реєстрації банків, відкритті їх філій, представництв та відділень, затверджене постановою Правління Національного банку України від 21 липня 1998 р. №281 // Законодавчі і нормативні акти з питань банківської діяльності. – 1998. – №10. – С.33-48.

22. Положення про порядок реєстрації випуску акцій та інформації про їх емісію під час реорганізації акціонерних товариств, затверджене Рішенням ДКЦПФР від 30 грудня 1998 р. №221 // Українська інвестиційна газета. Нормативна база. – 2001. – №37. – С.13-17.

23. Положення про розрахунок резерву на відшкодування можливих збитків від операцій з цінними паперами, затверджене постановою Правління Національного банку України від 30 грудня 1999 р. №629 // Українська інвестиційна газета. Нормативна база. – 2000. – №5. – С.2-9.

24. Положення щодо організації діяльності банків на ринку цінних паперів, затверджене Рішенням ДКЦПФР від 18.05.1999 р. №104 // Цінні папери України. – 1999. – №23. – С.9.

25. Постанова Правління НБУ Про окремі питання регулювання діяльності банків від 4.06.2003. №240.

26. Правила випуску та обігу валютних деривативів, затверджені постановою Правління Національного банку України від 7 липня 1997 р. №216 // Українська інвестиційна газета. Нормативна база. – 1999. – №19. – С.4-5.

27. Правила випуску та обігу фондових деривативів, затверджені Рішенням ДКЦПФР від 24 червня 1997 р. №13 // Українська інвестиційна газета. Нормативна база. – 1999. – №19. – С.2-4.

28. Правила торгівлі облігаціями внутрішньої державної позики за принципом “ринку заявок”, затверджені Асоціацією ПФТС від 21.06.2001 р.

29. Регламент торгів державними цінними паперами на Фондовій секції ЗАТ “Українська міжбанківська валютна біржа”, затверджений Радою Директорів УМВБ, Протокол №18 від 19.10.2001 р.
30. Аврин С. Онлайн-услуги: завтра будет больше чем вчера // Банковские технологии. – 2000. – №6. – С. 25-29.
31. Адекенов Т.М. Банки и фондовый рынок. – М.: Изд-во “Ось89”, 1997. – 160 с.
32. Алёхин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. – Самара: СамВен, 1992. – 160 с.
33. Антонов Н.Г., Пессель М.А. Денежное обращение, кредит, банки. – М.: Фин-статинформ, 1995. – 272с.
34. Арестархов О. Фондовый “шок”: Нацдепозитарий переделяется в Центральный депозитарий // Бизнес. – 2001. – №7. – С.18.
35. Астанин Э., Тиссен И. Моноценовая модель аукционов – шаг к повышению ликвидности рынка ГКО/ОФЗ // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №1. – С.76-79.
36. Банківські операції: Підручник / А.М. Мороз, М.І. Савлук, М.Ф. Пуховкіна та ін.; За ред. д-ра екон. наук, проф. А.М. Мороза. – К.: КНЕУ, 2000. – 384с.
37. Банковский портфель – 3 (Книга менеджера по кредитам. Книга менеджера по расчетам. Книга менеджера по фондовым и трастовым операциям. Книга банковского бухгалтера и аудитора) / Коробов Ю.И., Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И. и др.; Отв. ред. Коробов Ю.И., Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И. – М.: “Соминтэк”, 1995. – 752с.
38. Барановский О. Банковская система Украины: сегодня и завтра // Зеркало недели. – 2003. – №14. – С.8.
39. Барановський О. Депозитарна діяльність: світовий досвід і Україна // Цінні папери України. – 1999. – №49. – С.8-9.
40. Белінський О., Даніліна І. Створення та функціонування інституту первинних дилерів на ринку цінних паперів // Вісник НБУ. – 2002. – №1. – С.41-43.
41. Биржевая деятельность: Учебник./ А.Г.Грязнова, Р.В.Корнеева, А.В.Галанов и др.; Под ред. А. Г. Грязновой, Р.В. Корнеевой, В.А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 240с.

42. Биржевое дело / В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. В.А.Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 304с.
43. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. – К.: МП «ИТЕМ»ЛТД, “Юнайтед Лондон Трейд Лимитед”, 1995. – 448с.
44. Брігхем Є. Основи фінансового менеджменту: Пер. з англ. – К.: Молодь, 1997.– 1000с.
45. Брыль Р. Биржи меняются // Украинская инвестиционная газета. – 2000. – №19.– С.3.
46. Букато В.И., Львов Ю.И. Банки и банковские операции в России / Под ред. М.Х.Лапидуса. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 336с.
47. Бюлетень НБУ. – 2003. – №1.
48. Василенко Т. Національний індекс фондового ринку України: необхідність впровадження та методи розрахунку // Цінні папери України. – 2000. – №31. – С.6-7.
49. Васюренко О.В. Банківські операції: Навч. посібник. – К.: Т-во “Знання”, КОО.– 2000. –243с.
50. Винс Ральф Математика управления капиталом. Методы анализа риска для трейдеров и портфельных менеджеров: Пер. с англ. – М.: Издательский Дом “АЛЬПИНА”, 2000. – 401с.
51. Волков С.Н. Современный риск-менеджмент с использованием методологии Value-at-risk // Бизнес и банки. – 2000. – №43. – С.4-5.
52. Гамбаров Г.М., Снижкова Ю.М. Облигации банка России – необходимый элемент современного финансового рынка // Деньги и кредит. – 1999. – №8. – С.39-42.
53. Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования: Пер. с англ. – М.: Дело, 1997. – 1008с.
54. Глинский О. Due Diligence – неотъемлемый этап процесса подготовки к объединению компаний // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №11. – С.58-60.
55. Головка А. Стратегія розвитку організаційно оформлених ринків та адаптація депозитарно-клірингових технологій до євросистеми // Цінні папери України. – 1999. – №42. – С.4-5.

56. Головка А., Науменко О. Національна депозитарна система України. – К., 1999. – 160с.
57. Горюнов Р. Итоги работы срочного рынка фондовой биржи “Санкт-Петербург” в 2000г. // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №3. – С.44-45.
58. Де Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 208с.
59. Дегтярёва О.И. Биржевое дело. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – 679с.
60. Демарк Т.Р. Технический анализ – новая наука: Пер. с англ. – М.: Диаграмма, 1999. – 280с.
61. Деньги, кредит, банки: Учебник / О.И. Лаврушин, М.М. Ямпольский, Ю.П.Савинский и др.; Под ред. О.И. Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 1999.– 464с.
62. Деньги. Кредит. Банки: Учебник для вузов./ Е.Ф. Жуков, Л.М. Максимова, А.В.Печникова и др.; Под ред. проф. Е.Ф. Жукова. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1999. – 622с.
63. Довгань Ж. Банківський капітал: суть і значення // Вісник НБУ. – 1998. – №7. – С.18-20.
64. Драганов И. Рынок начал искать новые инструменты взамен потерянного рынка акций // Фондовый рынок. – 2002. – №5. – С.4-12.
65. Дуглас Л.Г. Анализ рисков операций с облигациями на рынке ценных бумаг: Пер. с англ. – М.:Информационно-издательский Дом “Филинь”, 1998. – 448с.
66. Економіка України у 2001 році // Урядовий кур`єр. – 2002. – №15. – С.6-7.
67. Жураховська Л. Міжнародні стандарти з ефективності інвестування // Цінні папери України. – 2001. – №5. – С.22-23.
68. Загородний А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. – К.: Т-во “Знання”, КОО, 2000. – 587с.
69. Иванов В.М. Финансовый рынок: Конспект лекций. – К.: МАУП, 1999 – 112с.
70. Ильина О.П., Макарова Н.В. Статистический анализ и прогнозирование экономической информации в электронной таблице Excel 5.0. Microsoft. – СПб.: Изд-во СПУЭФ, 1996. – 140с.

71. Кавкин А.В. Рынок кредитных деривативов. – М.: Экзамен, 2001. – 288с.
72. Кавкин А.В. Современные тенденции развития рынка кредитных деривативов//Бизнес и банки. – 2001. – №23. – С.1-3.
73. Каратуев А.Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. – М.: Русская Деловая Литература, 1997. – 256с.
74. Каревина Е., Наумова М. Температура тела // Бизнес. – 2000. – №34. – С.38-39.
75. Касимов Ю.Ф. Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг. – М.: Информационно-издательский дом “Филинь”, 1998. – 144с.
76. Кашпір Р., Матвієнко П. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків // Банківська справа. – 1998. – №2. – С.8-15.
77. Козюк В. Центральний банк і грошово-кредитна політика. – Тернопіль: Джура, 1999. – 260с.
78. Колби Р.В. Энциклопедия технических индикаторов рынка: Пер. с англ. – М.: Издательский Дом “Альпина”, 2000. – 581с.
79. Комлев А. Еще раз о традиционных индикаторах // Рынок ценных бумаг. – 1998. – №23. – С.74-76.
80. Корнеев В.В. Фінансові посередники: інституційна роль та інструментарій//Фінанси України. – 2000. – №2. – С.37-45.
81. Коттл С., Мюррей Р.Ф., Блок Ф.Е. “Анализ ценных бумаг” Грэма и Додда: Пер. с англ. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2000. – 704с.
82. Кошовий Д. Фондове казино стає менш ризикованим // Галицькі контракти. – 2002. – №13.– С.14-15.
83. Кравчук І.С. Банки – особливі суб`єкти підприємницької діяльності на фондовому ринку // Українська наука: минуле, сучасне, майбутнє. – 2003. – Вип.6. – С.151-157.
84. Кравчук І.С. Використання технічного аналізу при формуванні банківського портфеля цінних паперів // Тези доповідей Міжнародної науково-теоретичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених “Соціально-економічні, політичні та культурні оцінки і прогнози на рубежі двох тисячоліть. – Тернопіль. – 2003. – С.289.

85. Кравчук І.С. Державне регулювання ринку цінних паперів: сучасний стан та перспективи розвитку // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 2001. – №16. – С.58-61.
86. Кравчук І.С. Операції банків з депозитарними розписками // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 2001. – №18-4. – С.112-116.
87. Кравчук І.С. Операції комерційних банків з деривативами // Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету. – 2002. – №13. – С.80-84.
88. Кравчук І.С. Перспективи випуску банківських облігацій в Україні // Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету. – 2002. – №12. – С.158-160.
89. Кравчук І.С. Перспективи випуску муніципальних облігацій: погляд зі сторони комерційного банку // Праці другої міжнародної третьої всеукраїнської наукової конференції студентів та молодих учених “Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання”. – Донецьк: ДонГУ, 2002. – С.260-262.
90. Красоткин А., Попова Н. Обзор индикаторов мировых фондовых рынков // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №8. – С.39-47.
91. Кредитні рейтинги України // Галицькі контракти. – 2001. - №25. – С.6.
92. Крупнов Ю.С. Операции Центральных банков с собственными ценными бумагами // Бизнес и банки. – 2001. – №24-25. – С.1-2.
93. Кужель В. Ф'ючерсний контракт як інструмент страхування ризиків при роботі з ОВДП // Вісник НБУ. – 1998. – №5. – С.50.
94. Кузнецова Е. Правовое регулирование услуг французских банков по размещению ценных бумаг других эмитентов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №9. – С.59-61.
95. Кузнецова Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – 528с.
96. ЛеБо Ч., Лукас Д.В. Компьютерный анализ фьючерсных рынков: Пер. с англ. – М.: Издательский Дом “АЛЬПИНА”, 1998. – 304с.

97. Лекции о деятельности Центральных банков / Под ред. М. Роккаса и К.Мастропаскуа. – Рим, 1996. – 242с.
98. Лещенко М. Анализ инвестиционной привлекательности компаний//Рынок ценных бумаг. – 2001. – №14. – С.62-64.
99. Лисенков Ю., Коваль О. Оптимізація розміру резерву на відшкодування можливих збитків від операцій з цінними паперами // Вісник НБУ. – 2001. – №3. – С.33-37.
100. Лук'яненко І.Г., Краснікова Л.І. Економетрика. – К.: Т-во “Знання”, КОО, 1998. – 494с.
101. Луців Б.Л. Банківська діяльність у сфері інвестицій. – Тернопіль: Економічна думка, Карт-Бланш, 2001. – 320с.
102. Луців Б.Л. Інвестиційний банківський портфель. – К.: Лібра, 2002. – 192с.
103. Лысенков Ю.М. Международный фондовый рынок: Инструментарий, Участники, Информационное обеспечение. – К.: Киевский институт банкиров банка “Украина”, 1995. – 140с.
104. Ляшенко В.И. Фондовые индексы и рейтинги. – Донецк: Сталкер, 1998.– 320с.
105. Мазун І.В. Депозитарні розписки: мета емісії, класифікація та фінансові можливості // Фондовый рынок. – 2000. – №37. – С.2-5.
106. Мазун І.В. Методи залучення фінансових ресурсів та випуск депозитарних розписок українськими компаніями // Фондовый рынок. – 2000. – №44. – С.4-8.
107. Маркова О.М., Сахарова Л.С., Сидоров В.Н. Коммерческие банки и их операции. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. – 288с.
108. Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым инвестициям: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998.– 784с.
109. Матовников М. Система банковских доверительных операций еще не сложилась // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №15. – С.62-65.
110. Мельников Р.М. Управление процентным риском портфеля ГКО-ОФЗ в посткризисный период: Дис... канд. экон. наук: 08.00.10. – М., 2001. – 134с.
111. Мендрул О.Г., Павленко І.А. Фондовый рынок: операції з цінними паперами: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2000. – 156с.

112. Мертенс А.В. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории.— К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997. — 416с.
113. Миркин Я.М. Банковские операции: Учеб. пособие. Часть 3. Инвестиционные операции банков. Эмиссионно-учредительская деятельность банков. — М.:ИНФРА-М, 1996. — 144с.
114. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Изд-во “Перспектива”,1995. — 550с.
115. Михайлов Д.М. Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты. — М.: “Экзамен”, 2000. — 768с.
116. Мишкін Ф.С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: Пер. з англ. — К.: Основи, 1999. — 963с.
117. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Організація ф'ючерсного валютного ринку // Фінанси України. — 1998. — №10. — С.60-69.
118. Мозговий О.М. Фондовый рынок: Навч. посібник. — К.: КНЕУ, 1999. — 316с.
119. Моторін Р., Сидоренко М. Статистична оцінка інвестиційної привабливості підприємств для портфельних інвесторів // Цінні папери України. — 2001.— №7.— С.10-11.
120. Назарчук М. Єдина біржова фондова система України: принципи побудови та етапи створення // Цінні папери України. — 2001. — №1. — С.10-11.
121. Найман Э. —Л. Малая Энциклопедия Трейдера.. — К.: ВИРА-Р: Альфа Капитал, 1999. — 236с.
122. Наказ Міністерства фінансів України “Про встановлення розміру річної відсоткової ставки доходу” від 20.01.2003. №39.
123. Натха О. Объединения временно не будет // Украинская инвестиционная газета. — 2000. — №37. — С.23.
124. Нечаев В. Облигации со встроенной офертой погашения // Рынок ценных бумаг. — 2001. — №16. — С.14-19.
125. Нізков О. “Про розпорядчі цінні папери” // Цінні папери України. — 2000. — №51. — С.10-11.

126. Обзор нового Базельского соглашения о капитале // Бизнес и банки. – 2001. – №№16-19.
127. Основні засади грошово-кредитної політики на 2003р., схвалено Рішенням Ради Національного банку України від 10 вересня 2002р. №13 // Урядовий кур'єр. – 2002. – №172. – С.11.
128. Основні монетарні параметри грошово-кредитного ринку України у березні 2003 року // Вісник НБУ. – 2003. – №5. – С.40.
129. Павлов В.І., Кривов'язок І.В. Ринок цінних паперів. – Луцьк: Надстир'я, 1998. – 342с.
130. Пензин К. Современное состояние и тенденции развития мирового рынка биржевых опционных контрактов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №15. – С.46-50.
131. Пересада А.А. Основы инвестиционной деятельности. – К.: Изд-во Либра, ООО, 1996. – 344с.
132. Покотило Б. Л. Многофакторная регрессия для оценки акций украинских предприятий // Фондовый рынок. – 1999. – №8. – С.30-35.
133. Поляков В.П., Московина Л.А. Основы денежного обращения и кредита: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 1995. – 208с.
134. Примостка Л. Вразливість строкового ринку України – в домінуванні спекулятивних тенденцій // Вісник НБУ. – 1999. – №2. – С.38-40.
135. Примостка Л.О. Фінансовий менеджмент банку: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1999. – 280с.
136. Річний звіт Першої фондової торговельної системи за 2002 рік. – 36с.
137. Річні звіти ДКЦПФР за 2000-2002 рр.
138. Роль Національної депозитарної системи України в корпоративних відносинах // Український інвестиційний журнал. – 2000. – №8-9. – С.18-52.
139. Ромашко О.В. Регулювання міжнародних фондових ринків. – К.: КНЕУ, 2000. – 240с.
140. Роуз П.С. Банковский менеджмент: Пер. с англ. – М.: “Дело ЛТД”, 1995. – 768с.

141. Рубцов Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №6. – С.73-79.
142. Румянцев С. Організатори торгівлі як організатори корпоративних відносин // Цінні папери України. – 2001. – №22. – С.8.
143. Русалова О. Застосування похідних фінансових інструментів в управлінні ресурсами комерційного банку // Вісник НБУ. – 1998. – №4. – С.60-61.
144. Саліхова О. Інновації на фондових ринках // Цінні папери України. – 2000. – №11. – С.8-9.
145. Святин С.Н. Оценка кредитоспособности потенциального заемщика. Проблемы сбора и обработки информации о компаниях Украины. Использование международного опыта компании “Dun&Bradstreet” и др. кредитно-рейтинговых бюро // Український інвестиційний журнал. – 2001. – №7-8. – С.32-36.
146. Синки Дж. Ф. Управление финансами в коммерческом банке: Пер. с англ. – М.: Catallaxy, 1994. – 820с.
147. Ситникова Н.Ю., Хоминич И.П. Революция в риск-менеджменте // Банковские услуги. – 2000. – №12. – С.7-15.
148. Смирнов В. В новый век – с новой брокерской системой // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №5. – С.50-52.
149. Соломатин Е. Механика IPO. Феномен или обыденность? // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №10. – С.30-32.
150. Сорокін М. “Цензор - запобігає дефолту” // Банківська справа. – 1998. – №6. – С.49-55.
151. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – 408с.
152. Соціально-економічне становище України за 2002 рік // Український інвестиційний журнал. – 2003. – №3. – С.3-39.
153. Статистика: Підручник / С.С. Герасименко, Л.В. Головач, А.М. Єрина та ін.; За ред. С.С.Герасименко . – К.: КНЕУ, 1998. – 468с.
154. Страхова О. Перспективы развития инфраструктуры биржевого рынка российских облигаций // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №8. – С.76-77.

155. Струченкова Т.В. Использование методики VAR для оценки банковских рисков // Банковское дело. – 2000. – №5. – С.2-7.
156. Технический анализ для начинающих (Серия “Reuters” для финансистов). – М.: Альпина Паблишер, 2001. – 184с.
157. Тиркало Р.І., Кравчук І.С. Особливості застосування фундаментального аналізу в процесі формування банківського портфеля цінних паперів // Вісник НБУ. – 2003. – №6. – С.36-39.
158. Тьюлз Р., Брэдлі Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 648с.
159. Фабоцци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 2000. – 932с.
160. Федоренко А. Інвестиції в іпотечні цінні папери // Ринок цінних паперів України. – 2002. – №5-6. – С.45-49.
161. Федотов А. Как выбрать кастодиан? // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №11. – С.72-76.
162. Филлипс Д. Value Reporting: время действовать // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №12. – С.49-52.
163. Финансы, денежное обращение и кредит / В.К.Сенчагов, А.И.Архипов, Г.Н.Чубанов и др.; Под ред. В.К.Сенчагова, А.И.Архипова. – М.: Проспект, 1999. – 496с.
164. Финансы. Денежное обращение. Кредит. / Л.А.Дробозина, Л.П.Окунева, Л.Д.Андросова и др.; Под ред. проф. Л.А. Дробозиной. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 479с.
165. Финансы. Лучшие компании финансового сектора ТОП-100 // Украинская инвестиционная газета. – 2003. – №18. – 50с.
166. Фінансова звітність Національного банку України за 2002 р. – 51с.
167. Фінансовий звіт “ІНГ Банк Україна” за 2002 рік. – 49с.
168. Ценообразование на финансовом рынке / В.Е.Есипов, Г.А. Маховикова, Д.И.Трактовенко и др.; Под ред. В.Е. Есипова. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1998. – 240с.

169. Цыганок А. Критика технического анализа // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №6. – С.91-94.
170. Шапран В. Інформаційна концепція розвитку фондового ринку: чи підтримують її в Україні // Цінні папери України. – 2002. – №11. – С.8-9.
171. Шапран В. Фінансовий гігант у інвестиційному секторі J.P. Morgan Chase // Фондовый рынок. – 2001. – №36. – С.12-14.
172. Шапран В. Холдингова компанія Citigroup INC., інвестиції під парасолькою // Фондовый рынок. – 2001. – №29. – С.20-22.
173. Шапран В., Бойцова Н. Фондові індекси в Україні як відображення розвитку інфраструктури ринку цінних паперів, або коли індекси рухають ринок // Фондовый рынок. – 2000. – №3. – С.4-7.
174. Шапран Н. Шапран В. Багатофакторна модель оцінки акцій US-E3 // Цінні папери України. – 2000. – №39. – С.14-15.
175. Шапран Н., Шапран В. Державне регулювання ринку цінних паперів: проблеми у США // Цінні папери України. – 2001. – №4. – С.16-17.
176. Шапран Н., Шапран В. Проблеми розвитку ринку строкових цінних паперів // Цінні папери України. – 2000. – №15. – С.18-19.
177. Шапран Н. Новые стратегии поведения на рынке с применением срочных контрактов // Фондовый рынок. – 1999. – №40. – С.10-12.
178. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 1025с.
179. Швагер Джек Технический анализ. Полный курс: Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2001. – 768с.
180. Шведов А.С. Теория эффективных портфелей ценных бумаг. – М.: ГУ ВШЭ, 1999. – 144с.
181. Шевченко Н. Валютна лібералізація. Епізод перший? // Галицькі контракти. – 2003. – №1-2. – С.4
182. Шлапак О., Пушкарьов В., Карчева Т. Фінансовий стан, тенденції та проблеми функціонування і розвитку банків України у 2002 році // Вісник НБУ. – 2003. – №3. – С.2-27.

183. Delivery versus payment in securities settlements systems. Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten Countries. – Basle. – September 1992.

184. Eugene F. Fama Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // Journal of Finance, 25, – 1970, – №2. – pp. 383-417.

185. Implications of repo markets for central banks. Bank for International Settlements. – Basle, – 1999. – 9 March.

186. Recommendations for securities settlement systems. Bank for International Settlements and IOSCO. – Basle. – November 2001.

187. Turchiyenko D. Due Diligence – legal aspects // Український інвестиційний журнал. – 2000. - №2. – С.23-34.

ДОДАТКИ

Додаток А

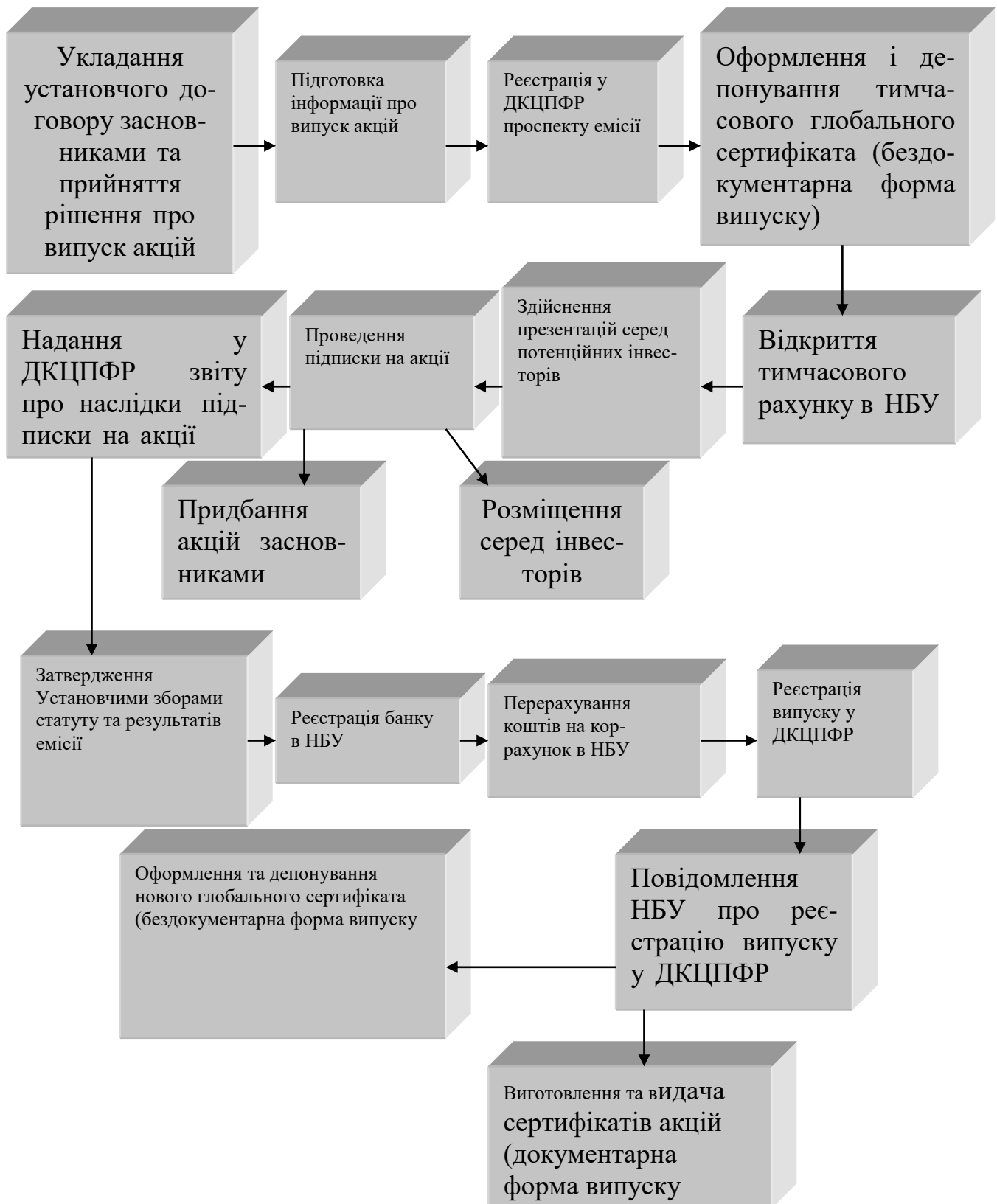


Рис. А1. Процедура випуску акцій при створенні банку у вигляді відкритого акціонерного товариства

Додаток Б



Рис. Б1. Процедура додаткового випуску акцій банком-відкритим акціонерним товариством

Додаток В



Рис. В1. Процедура реорганізації комерційного банку шляхом злиття або приєднання

Додаток Д

Таблиця Д1

Рейтинги облігацій провідних міжнародних агентств

Назва агенції		Коротка характеристика
Moody`s	Fitch	
Облігації інвестиційного рівня		Висока кредитоздатність
Aaa	AAA	Найвища якість, максимум надійності
Aa1	AA+	Дуже високий рівень, висока якість
Aa2	AA	
Aa3	AA-	
A1	A+	Рівень верхньої середини
A2	A	
A3	A-	
Baa1	BBB+	
Baa2	BBB	
Baa3	BBB-	
Облігації неінвестиційного рівня з рисами спекулятивних		Низька кредитоздатність
Ba1	BB+	Низький рівень, спекулятивні
Ba2	BB	
Ba3	BB-	
B1	B+	Високоспекулятивні
B2	B	
B3	B-	
Спекулятивні облігації		Суттєвий ризик або неможливість виконання платіжних зобов'язань
Саа	CCC	Суттєвий ризик, поганий фінансовий стан
Са	CC	Неможливість виконання платіжних зобов'язань, дуже спекулятивні
С	C	Ще більш спекулятивні ніж попередні
	DDD DD D	Невиконані зобов'язання

Додаток Е

Таблиця Е1

Макроекономічні показники України у 1997 – 2002 рр.¹

Показники	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.
ВВП, млн.грн.	93365	102593	127126	175010	201927	220556
ВВП реальний, рвз ²	-3,0	-1,9	-0,4	5,8	9,1	7,7
МЗ, рвз	34	25	40	45	42	42
Грошова база, рвз	45,0	22,0	39,0	39,9	37	-3,2
Промислове виробництво реальне, рвз	-0,3	-1,0	4,3	12,9	14,2	11,6
Міжнародні резерви НБУ, \$ млн.	2359	793	1094	1475	3090	4417
Сільськогосподарське виробництво реальне, рвз	-1,9	-9,8	-5,7	7,6	9,9	5,2
Офіційне безробіття, %	2,3	3,7	4,3	4,2	3,68	3,8
Прямі інвестиції, \$ млн. (іноземні)	681	747	437	792	-	-
Наявні грошові доходи населення реальні, рвз	5,1	-5,8	1,2	6,2	8,7	15,6
Індекс споживчих цін, рвз	10	20	19	26	6,1	-0,6
Індекс оптових цін, рвз	5	35	16	21	0,9	5,7
Експорт товарів і послуг, рвз	0,0	-13,4	-7,9	25,8	9,5	
Імпорт товарів і послуг, рвз	-1,1	-17,0	-19,1	17,8	14,1	
Ставка за кредитами в національній валюті, середня за рік, % річних	49	55	53	40	31,9	24,8
Поточний дефіцит бюджету, % ВВП	6,8	2,1	1,5	0,7(про фіцит)	0,3	-

Примітки:

1. За даними Бюлетеня НБУ- 2003.
2. рвз – рівень відсоткової зміни.

Додаток Ж

Таблиця Ж1

Цінні папери в портфелі АТ „Кредит Банк Україна” на інвестиції

за станом на 1 травня 2003 року, грн.

№ з/п	Вид цінного паперу	Кількість	Дата випуску	Дата погашення	Вартість номіналу ЦП	Ринкова вартість ЦП	Балансова вартість ЦП	Неамортизований дисконт (-) за ЦП	Неамортизована премія (+) за ЦП	Резерв під знецінення ЦП	Частка та грошові кошти участі		Нараховані доходи у т.ч. прострочені	Процентний дохід (+) або витрати (-)
											%	Сума		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Акції та інші вкладення з нефіксованим прибутком у портфелі банку на інвестиції														
1	Акції прості іменні	10 000			0,10		1000,00			1000	0,4	1000		
2	Акції прості іменні	301116			0,01		3011,16			3011,16	1,003720	3011,16		
Усього за рах. 3203							4011,16			4011,16				
3	Акції прості іменні	9000			100,00		900000,00			0,00	2,5	900000,00		
4	Вкладення						400,00			400,00	Н.д.			
5	Вкладення						35,00			35,00	Н.д.			
6	Вкладення						45000,00			45'000,00	5,4	45000,00		
7	Вкладення						5031,00			5'031,00	7,78	5031,00		
8	Акції прості іменні	2			5'500,00		11000,00			0,00	4,76	11000,00		
9	Акції прості іменні	1			10,00		30,00			0,00	0,008400	30,00		
10	Акції прості іменні	3884			10,00		148317,63			74'249,75	0,030400			
11	Вкладення						20000,00			0,00	4,54	20000,00		
Усього за рах. 3205							1129813,63			124'715,75				
Разом за гр.рах. 320							1133824,79			128726,91				

Продовження табл. Ж1

Боргові цінні папери в портфелі банку на інвестиції

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	Облігації	5000	25.07.2002	16.01.2004	1000,00		5000000,00		10 877,55	0,00			19726,03	269539,17
2	Переказні векселі	2	20.01.2003	За пред'явленням	різна		89004,00			0,00			5793,80	6404,14
3	Облігації	5000	28.10.2002	06.05.2003	1000,00		5000000,00			0,00			0,00	302250,00
4	Облігації	2000	01.11.2002	05.08.2003	1000,00		2000000,00			0,00			74629,21	108085,73
5	Облігації	3000	01.11.2002	17.11.2005	1000,00		3000000,00	62366,33		0,00			219982,00	206501,39
6	Прості векселі	3	28.12.2002	За пред'явленням	100000,00		300000,00			0,00			16816,44	26902,74
7	Прості векселі	115		31.12.2003	різна		229251,61			229 251,61			0,00	0,00
8	Прості векселі	18	11.04.2003	За пред'явленням	різна		10000000,00			0,00			43835,62	43835,62
9	Прості векселі	6		31.12.2003	різна		66522,40			66 522,40			0,00	0,00
10	Прості векселі	6	09.10.2001	За пред'явленням	різна		148500,00			0,00			63960,29	16111,24
11	Прості векселі	5	10.10.2001	За пред'явленням	різна		160000,00			0,00			50920,16	18410,95
12	Прості векселі	1	05.02.2002	За пред'явленням	150000,00		149000,00			0,00			59715,27	16165,48
13	Прості векселі	4	12.02.2002	За пред'явленням	90 000,00		340000,00			0,00			128835,59	33534,24
14	Прості векселі	2	24.02.2003	За пред'явленням	різна		138306,00			0,00			0,00	5752,01
Усього за рах. 3214							26620584,01	62366,33	10877,55	295774,01			684214,41	1053492,71
Разом за гр.рах. 321							26620584,01	62366,33	10877,55	295774,01			684214,41	1053492,71

Додаток 3



Рис. 31. Види операцій комерційних банків з обслуговування обігу цінних паперів

Додаток К

Таблиця К1

Місячна дохідність “блакитних фішок” українського фондового ринку

Дата	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Центрэнерго	Західенерго	НДТПЗ	Дніпроенерго
Січ.98	-28,68%	-0,82%	-25,16%	-31,60%	-18,26%	-21,92%	-15,39%
Лют.98	6,32%	-1,66%	-13,79%	-12,28%	6,83%	-14,35%	-22,76%
Бер.98	32,61%	4,21%	32,50%	-28,67%	-6,76%	39,56%	-3,91%
Кві.98	-7,10%	-10,78%	-14,72%	-8,41%	-30,02%	-26,96%	-10,60%
Тра.98	-32,94%	-27,49%	-53,54%	-33,67%	-24,08%	-16,67%	-29,16%
Чер.98	-47,37%	-33,33%	0,00%	-23,08%	-31,72%	-42,86%	-30,53%
Лип.98	37,00%	21,25%	34,29%	30,00%	77,95%	0,50%	59,09%
Сер.98	-68,86%	-71,13%	-25,53%	-66,15%	-54,42%	-75,12%	-59,05%
Вер.98	88,28%	87,50%	-23,81%	0,00%	-20,00%	-38,00%	-39,53%
Жов.98	-28,63%	-13,33%	-36,25%	-50,00%	-8,98%	-3,23%	-23,08%
Лис.98	10,47%	26,37%	117,65%	54,55%	24,00%	403,33%	52,00%
Грг.98	-10,53%	1,74%	-5,41%	5,88%	-18,28%	-19,87%	-7,57%
Січ.99	-0,59%	6,84%	0,00%	0,00%	18,42%	-17,36%	3,20%
Лют.99	-8,88%	-3,20%	-23,81%	-16,67%	-11,00%	12,00%	-13,45%
Бер.99	28,57%	0,00%	25,00%	-13,33%	-0,12%	17,86%	3,59%
Кві.99	7,07%	64,46%	-4,00%	0,00%	6,88%	21,97%	0,38%
Тра.99	27,36%	-12,06%	45,83%	30,77%	19,88%	18,63%	34,10%
Чер.99	37,41%	31,43%	4,29%	23,53%	21,95%	46,60%	78,54%
Лип.99	26,68%	8,70%	41,10%	4,76%	52,00%	14,29%	-2,50%
Сер.99	20,64%	44,00%	7,28%	18,18%	-5,21%	-6,25%	46,14%
Вер.99	-11,82%	-10,28%	-27,60%	3,85%	-22,27%	-3,00%	-45,48%
Жов.99	15,00%	-5,57%	18,75%	22,22%	0,00%	-27,84%	10,50%
Лис.99	27,13%	63,93%	28,95%	24,24%	42,21%	19,05%	70,00%
Грг.99	24,49%	20,20%	-2,04%	-24,39%	11,39%	20,40%	-2,94%
Січ.00	26,37%	28,95%	21,67%	61,29%	17,27%	20,60%	21,21%
Лют.00	23,91%	23,35%	10,96%	20,00%	9,88%	0,55%	9,19%
Бер.00	21,40%	-0,10%	26,85%	43,33%	29,81%	5,48%	66,57%
Кві.00	15,03%	-20,42%	6,57%	-6,98%	-4,76%	-16,62%	3,13%
Тра.00	3,02%	23,03%	14,16%	-3,75%	-1,28%	-4,98%	-0,03%
Чер.00	7,66%	11,23%	-5,60%	3,90%	6,94%	0,00%	-5,80%
Лип.00	-11,15%	1,54%	-5,72%	-17,50%	-10,81%	-34,43%	-24,27%
Сер.00	3,26%	-1,52%	1,57%	12,12%	9,55%	0,00%	21,96%
Вер.00	8,64%	-13,46%	3,98%	6,76%	-3,87%	50,00%	-4,41%
Жов.00	3,09%	-10,00%	-0,21%	-2,53%	-4,32%	13,33%	-11,41%
Лис.00	-2,47%	33,33%	-0,85%	-10,39%	-20,30%	-11,76%	-16,75%
Грг.00	1,49%	-2,78%	-0,86%	2,90%	-1,89%	-66,67%	-2,07%
Січ.01	4,05%	-14,29%	13,88%	8,59%	12,31%	200,00%	16,10%
Лют.01	4,02%	0,00%	0,95%	-8,30%	0,00%	-61,67%	-4,41%
Бер.01	-0,42%	16,67%	0,00%	-10,89%	-3,05%	-78,26%	-4,88%
Кві.01	-17,35%	-23,81%	-4,15%	-42,86%	-35,36%	-60,00%	-35,66%
Тра.01	-9,00%	0,00%	-1,57%	-16,67%	-22,95%	0,00%	-26,47%
Чер.01	11,54%	-50,00%	-36,00%	26,67%	6,45%	100,00%	11,11%
Лип.01	1,03%	50,00%	1,56%	2,63%	-5,33%	25,00%	-12,00%
Сер.01	-4,67%	16,67%	-15,38%	-5,13%	-0,70%	100,00%	0,00%
Вер.01	2,29%	-12,14%	-3,64%	-32,16%	-41,89%	-40,00%	-31,82%
Жов.01	-12,50%	-67,48%	-80,38%	-52,19%	-26,83%	0,00%	66,67%
Лис.01	2,86%	0,00%	92,31%	-16,67%	0,00%	-16,67%	0,10%
Грг.01	-2,50%	225,00%	100,00%	60,00%	10,83%	120,00%	54,85%

Додаток Л

Таблиця Л1

**Середньомісячна дохідність “блакитних фішок” українського
фондового ринку, %**

Емітент	Роки				
	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001р.	2002 р.
Укрнафта	-4,12	16,09	8,36	-1,72	1,52
Стирол	-1,46	17,37	6,10	11,72	6,58
Київенерго	-1,15	9,48	6,04	5,63	-27,40
Дніпроенерго	-10,87	15,17	4,78	2,80	18,46
Західенерго	-8,65	11,18	2,18	-8,88	11,57
НДТГПЗ	15,37	9,69	3,71	24,03	25,69
Центренерго	-13,62	6,10	9,10	-7,25	20,50

Додаток М

Таблиця М1

Коваріаційні матриці “блакитних фішок” українського фондового ринку

1998 рік							
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Центренерго	Західенерго	НДТЗ	Дніпроенерго
Укрнафта	0,1670	0,1391	0,0563	0,0757	0,0666	0,0976	0,0513
Стирол	0,1391	0,1335	0,0486	0,0744	0,0531	0,1277	0,0453
Київенерго	0,0563	0,0486	0,1877	0,1057	0,0795	0,4504	0,1134
Центренерго	0,0757	0,0744	0,1057	0,1022	0,0722	0,2588	0,0875
Західенерго	0,0666	0,0531	0,0795	0,0722	0,1037	0,1597	0,0935
НДТЗ	0,0976	0,1277	0,4504	0,2588	0,1597	1,4369	0,2647
Дніпроенерго	0,0513	0,0453	0,1134	0,0875	0,0935	0,2265	0,1090
1999 рік							
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Центренерго	Західенерго	НДТЗ	Дніпроенерго
Укрнафта	0,0235	0,0115	0,0256	0,0097	0,0192	0,0153	0,0381
Стирол	0,0115	0,0697	0,0008	0,0074	0,0175	0,0179	0,0485
Київенерго	0,0256	0,0008	0,0496	0,0189	0,0323	0,0053	0,0358
Центренерго	0,0097	0,0074	0,0189	0,0296	0,0109	-0,0016	0,0385
Західенерго	0,0192	0,0175	0,0323	0,0109	0,0419	0,0139	0,0345
НДТЗ	0,0153	0,0179	0,0053	-0,0016	0,0139	0,0370	0,0265
Дніпроенерго	0,0381	0,0485	0,0358	0,0385	0,0345	0,0265	0,1166
2000 рік							
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Центренерго	Західенерго	НДТЗ	Дніпроенерго
Укрнафта	0,0117	0,0025	0,0084	0,0195	0,0103	0,0131	0,0170
Стирол	0,0025	0,0285	0,0040	0,0101	0,0009	0,0003	-0,0009
Київенерго	0,0084	0,0040	0,0100	0,0174	0,0093	0,0096	0,0186
Центренерго	0,0195	0,0101	0,0174	0,0478	0,0239	0,0240	0,0388
Західенерго	0,0103	0,0009	0,0093	0,0239	0,0163	0,0099	0,0262
НДТЗ	0,0131	0,0003	0,0096	0,0240	0,0099	0,0753	0,0147
Дніпроенерго	0,0170	-0,0009	0,0186	0,0388	0,0262	0,0147	0,0520
2001 рік							
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Центренерго	Західенерго	НДТЗ	Дніпроенерго
Укрнафта	0,0059	0,0020	0,0078	0,0122	0,0081	0,0201	0,0003
Стирол	0,0020	0,5000	0,2392	0,1488	0,0502	0,1607	0,0601
Київенерго	0,0078	0,2392	0,2197	0,0725	0,0343	0,0571	0,0004
Центренерго	0,0122	0,1488	0,0725	0,0844	0,0402	0,1561	0,0295
Західенерго	0,0081	0,0502	0,0343	0,0402	0,0305	0,0900	0,0221
НДТЗ	0,0201	0,1607	0,0571	0,1561	0,0900	0,6958	0,1156
Дніпроенерго	0,0003	0,0601	0,0004	0,0295	0,0221	0,1156	0,0910
2002 рік							
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Центренерго	Західенерго	НДТЗ	Дніпроенерго
Укрнафта	0,0095	0,0009	0,0485	0,0352	0,0138	0,0729	0,0505
Стирол	0,0009	0,0306	0,0294	0,0276	0,0275	0,0101	0,0247
Київенерго	0,0485	0,0294	2,0079	0,1686	0,1024	0,2844	0,1882
Центренерго	0,0352	0,0276	0,1686	0,1866	0,0968	0,2992	0,2472
Західенерго	0,0138	0,0275	0,1024	0,0968	0,0702	0,1253	0,1281
НДТЗ	0,0729	0,0101	0,2844	0,2992	0,1253	0,6357	0,4432
Дніпроенерго	0,0505	0,0247	0,1882	0,2472	0,1281	0,4432	0,3690

Додаток Н

Таблиця Н1

Кореляційні матриці “блакитних фішок” українського фондового ринку

1998 рік							
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Центренерго	Західенерго	НДТЗ	Дніпроенерго
Укрнафта	1,0000	0,9312	0,3180	0,5795	0,5062	0,1993	0,3805
Стирол	0,9312	1,0000	0,3068	0,6371	0,4508	0,2916	0,3758
Київенерго	0,3180	0,3068	1,0000	0,7632	0,5700	0,8673	0,7930
Центренерго	0,5795	0,6371	0,7632	1,0000	0,7007	0,6751	0,8289
Західенерго	0,5062	0,4508	0,5700	0,7007	1,0000	0,4136	0,8791
НДТЗ	0,1993	0,2916	0,8673	0,6751	0,4136	1,0000	0,6688
Дніпроенерго	0,3805	0,3758	0,7930	0,8289	0,8791	0,6688	1,0000
1999 рік							
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Центренерго	Західенерго	НДТЗ	Дніпроенерго
Укрнафта	1,0000	0,2837	0,7493	0,3668	0,6121	0,5184	0,727
Стирол	0,2837	1,0000	0,0129	0,1625	0,3247	0,3514	0,5375
Київенерго	0,7493	0,0129	1,0000	0,4940	0,7094	0,1237	0,4714
Центренерго	0,3668	0,1625	0,4940	1,0000	0,3096	-0,0476	0,6547
Західенерго	0,5184	0,3247	0,7094	0,3096	1,0000	0,0139	0,4937
НДТЗ	0,5184	0,3514	0,1237	-0,0476	0,0139	1,0000	0,4031
Дніпроенерго	0,7270	0,5375	0,4714	0,6547	0,4937	0,4031	1,0000
2000 рік							
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Центренерго	Західенерго	НДТЗ	Дніпроенерго
Укрнафта	1,0000	0,1374	0,7725	0,8225	0,7473	0,4393	0,6862
Стирол	0,1374	1,0000	0,2364	0,2724	0,0411	0,0069	-0,0232
Київенерго	0,7725	0,2364	1,0000	0,7938	0,7293	0,3490	0,8143
Центренерго	0,8225	0,2724	0,7938	1,0000	0,8561	0,4007	0,7786
Західенерго	0,7473	0,0411	0,7293	0,8561	1,0000	0,2837	0,8994
НДТЗ	0,4393	0,0069	0,3490	0,4007	0,2837	1,0000	0,2351
Дніпроенерго	0,6862	-0,0232	0,8143	0,7786	0,8994	0,2351	1,0000
2001 рік							
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Центренерго	Західенерго	НДТЗ	Дніпроенерго
Укрнафта	1,0000	0,0368	0,2149	0,5461	0,6034	0,3122	0,0133
Стирол	0,0368	1,0000	0,7216	0,7246	0,4065	0,2725	0,282
Київенерго	0,2149	0,7216	1,0000	0,5326	0,4193	0,146	0,0031
Центренерго	0,5461	0,7246	0,5326	1,0000	0,7930	0,6441	0,3366
Західенерго	0,6034	0,4065	0,4193	0,7930	1,0000	0,6182	0,4202
НДТЗ	0,3122	0,2725	0,1460	0,6441	0,6182	1,0000	0,4595
Дніпроенерго	0,0133	0,2820	0,0031	0,3366	0,4202	0,4595	1,0000
2002 рік							
	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Центренерго	Західенерго	НДТЗ	Дніпроенерго
Укрнафта	1,0000	0,0501	0,3510	0,8341	0,5354	0,9368	0,8515
Стирол	0,0501	1,0000	0,1187	0,3686	0,5941	0,0722	0,2324
Київенерго	0,3510	0,1187	1,0000	0,2759	0,2728	0,2517	0,2187
Центренерго	0,8341	0,3686	0,2759	1,0000	0,8432	0,8684	0,941
Західенерго	0,5354	0,5941	0,2728	0,8432	1,0000	0,5934	0,796
НДТЗ	0,9368	0,0722	0,2517	0,8684	0,5934	1,0000	0,9151
Дніпроенерго	0,8515	0,2324	0,2187	0,9410	0,7960	0,9151	1,0000

Додаток О

Таблиця О1

Розподіл інвестицій між акціями згідно моделі Марковіца-Блека

Встановлена дохідність, %	місячна	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Центренерго	Західенерго	НДТПЗ	Дніпроенерго
1998 р.								
5		-1,38621	1,69728	1,332308	-0,21692	1,23671	-0,26816	-1,39501
10		-1,59316	2,036603	1,529266	-0,55608	1,37965	-0,026666	-1,52962
15		-1,80011	2,37592	1,726224	-0,89624	1,522587	-0,26515	-1,66423
1999 р.								
5		-0,0511	0,090332	0,077153	0,804709	0,024277	0,453858	-0,39923
10		0,617428	0,117939	-0,24055	0,670983	0,096493	0,163391	-0,42569
15		1,285958	0,145545	-0,55824	0,537257	0,168709	-0,12708	-0,45215
2000 р.								
5		0,449018	0,068946	0,670268	-0,3255	0,525742	-0,05301	-0,33547
10		0,986414	0,052574	0,643974	-0,1817	-0,09437	-0,15871	-0,24819
15		1,523811	0,036202	0,617679	-0,03791	-0,71448	-0,26441	-0,1609
2001 р.								
5		1,363547	0,166633	-0,04542	-0,53108	-0,04193	0,055504	0,032748
10		1,633797	0,226368	-0,0314	-0,73293	-0,2461	0,113713	0,036548
15		1,904048	0,286104	-0,01738	-0,93477	-0,45026	0,171922	0,040347
2002 р.								
5		0,767502	0,060676	-0,03688	0,178125	0,311124	0,048581	-0,32913
10		0,528348	0,084318	-0,05924	0,420237	0,463183	0,153437	-0,590028
15		0,289193	0,107959	-0,08159	0,662348	0,615242	0,258293	-0,85144

Додаток П



Рис. П1. Динаміка ПФТС-індексу за 1998-2002рр.