

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ  
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

**О. О. Луцишин**

# ***ФІНАНСОВИЙ РИНОК***

*Опорний конспект лекцій*

**Тернопіль, 2012**



# ***Опорний конспект лекцій по дисципліні „Фінансовий ринок”***

## **Змістовний модуль 1 Теоретико-організаційні основи функціонування фінансового ринку**



### ***Тема 1. Фінансовий ринок: сутність, функції, призначення, основи організації та роль в економіці***

#### ***1. Поняття фінансового ринку***

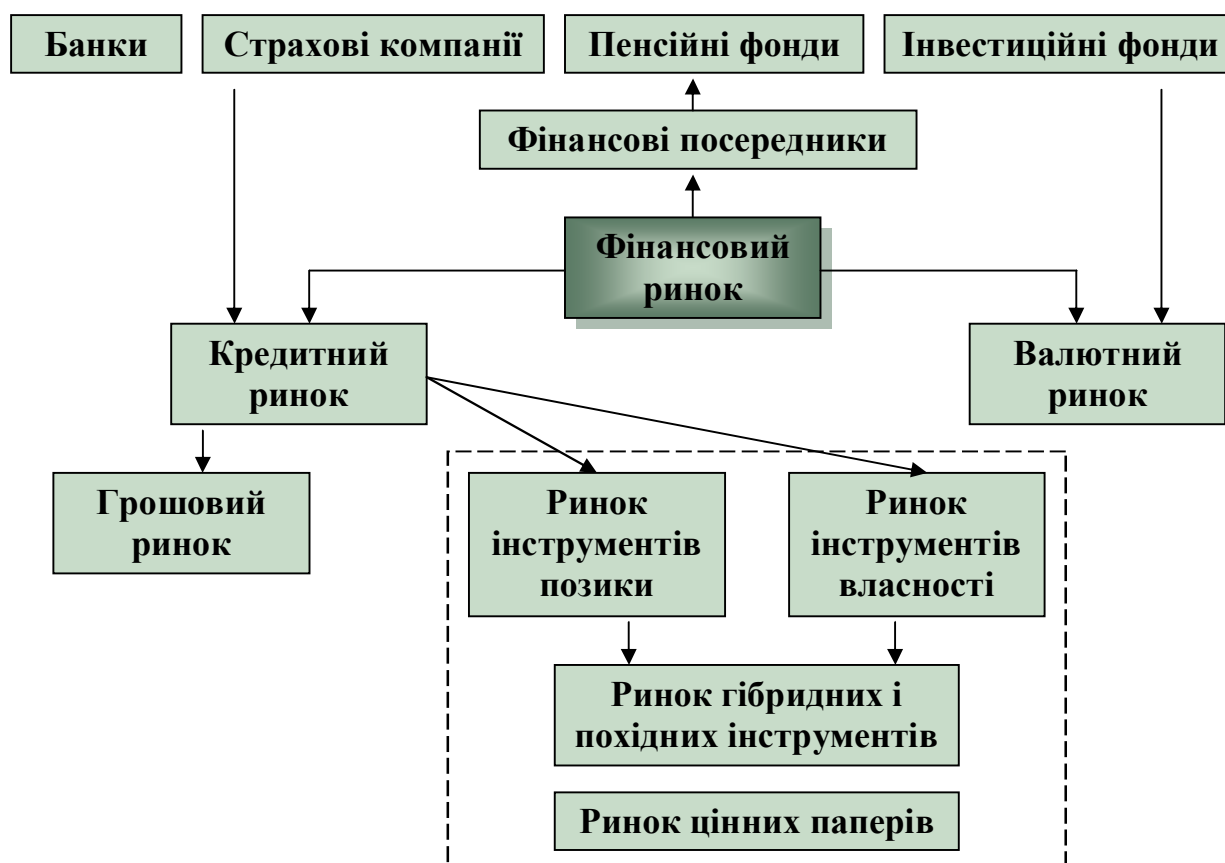
Для швидкого та якісного розвитку економіки необхідна мобілізація тимчасово вільних коштів фізичних та юридичних осіб, їх розподіл та перерозподіл на комерційній основі між різними секторами економіки. Ці процеси повинні здійснюватись на фінансових ринках. Роль фінансового ринку в сучасній ринковій економіці полягає не лише в акумуляції збережень, а й у ефективному їх використанні для створення нового капіталу.

Впродовж останніх років сфера банківської справи і фінансових ринків стала однією із найбільш привабливих і актуальних. Фінансові ринки є дуже динамічними і швидко змінюються, а нові інструменти з'являються майже щоденно. Добре відлагоджена система міжнародних фінансових ринків та міжнародної торгівлі створили взаємопов'язану світову економіку. Події на фінансових ринках однієї країни справляють глибокий вплив на події на фінансових ринках в інших країнах.

Для аналізу операцій та інститутів фінансових ринків розглянемо такі економічні поняття, як: рівноважна ціна фінансового ринку, витрати обміну, несприятливий вибір, моральний ризик та інші.

В економіці постійно відбувається рух, кругообіг фінансових ресурсів домашніх господарств, фірм, підприємств, корпорацій. Оскільки більшість збережень здійснюється домашніми господарствами (фізичними особами), а більшість інвестицій – фірмами, то необхідний певний механізм, який би здійснював переміщення потоків грошових фондів від перших до других. Саме цей механізм створюється завдяки функціонуванню **фінансових ринків**.

**Фінансові ринки і фінансові посередники** (банки, страхові компанії, пенсійні фонди) виступають суб'єктами перерозподілу грошових коштів та фінансових ресурсів між кредиторами і позичальниками.



### *Структура фінансового ринку*

**Фінансовий ринок** – це сукупність грошових ресурсів, зокрема ресурсів, які знаходяться в постійному русі, розподіляються чи перерозподіляються. Під впливом попиту і пропозиції фінансові ресурси змінюються, мігрують, коливаються в ціні.

Вищенаведене визначення фінансового ринку вказує на те, що для ефективного використання фінансових ресурсів необхідний такий механізм, який би спрямовував ресурси від суб'єктів-заощадників, до тих, хто здатний забезпечити продуктивне їх застосування. Основне питання яке постає це як фінансова система встановлює куди слід спрямувати кошти для їх найефективнішого вкладення?

Фінансові ринки, а саме такі складові, як ринки облігацій, акцій, заставних, депозитних сертифікатів можуть бути потужними важелями у спрямуванні коштів від заощадників до споживачів, які продуктивно розміщують свої фінансові ресурси, в наслідок чого досягається вища ефективність економіки. Діяльність на фінансових ринках безпосередньо впливає на статки та поведінку фірм, корпорацій і навіть держав.

Одним з найчутливіших індикаторів для визначення тактики і стратегії фірм, корпорацій і, як зазначалось, держав є поведінка на ринку облігацій, акцій та валютних ринках.

**Ринок облігацій** є особливо важливим, оскільки на ньому визначаються процентні ставки. Так як процентні ставки мають властивість змінюватися, економісти часто розглядають їх як індикатор стану економіки.

Значення ринку акцій впливає з самої суті та масштабу ринку. На ринку акцій іде торгівля вимогами на доходи корпорацій (пай у капіталі). Цей ринок є найпоширенішим фінансовим ринком. *(Увагу, яку привертає до себе цей ринок, можна найкраще пояснити одним простим твердженням: це місце, де люди можуть швидко втратити все, або розбагатіти.)*

**Ринок акцій** є важливим фактором інвестиційної стратегії фірми, тому що курси акцій відображають суми коштів, які можна мобілізувати через продаж випущених акцій для фінансування проектів та інновацій.

**Валютний ринок** є важливим з тієї точки зору, що відображає вплив на споживачів, їх купівельну спроможність. Коливання цін на цьому ринку впливають безпосередньо на вартість іноземних товарів та експортну можливість вітчизняних виробників.

Сфера грошей, банківської справи та фінансових ринків є цікавою і захоплюючою. Ми в ході курсу проаналізуємо ситуації, які безпосередньо впливають на наше життя – на процентні ставки по позиках, на заощадження; як монетарна політика впливає на ціни, на рівень життя, ринок праці, краще зрозуміємо економічні явища, які зустрічаються в повсякденному житті.

## ***2. Фінансові ринки, як складова фінансової системи***

Фінансові ринки формуються з багатьох різноманітних „каналів”, по яких грошові кошти у будь-якій своїй формі переміщуються від власників до позичальників.

Едвін Дж. Долан, Колін Д. Кемпбелл та Розмарі Дж. Кемпбелл такі канали поділяють на дві основні групи: ***прямого фінансування та непрямого фінансування.***

При ***прямому фінансуванні*** кошти переміщуються безпосередньо від власника до позичальників. У прямому фінансуванні можна ще виділити дві групи: ***капітальне фінансування та фінансування через отримання позик.***

***Капітальне фінансування*** – це будь-яка угода, за якою фірма отримує грошові кошти для здійснення інвестицій в обмін на право дольової участі у власності на цю фірму.

***Фінансування шляхом отримання позик*** – до цієї категорії відноситься будь-яка угода, згідно якої фірма отримує грошові кошти для здійснення інвестицій в обмін на вимогу виплати цих коштів в майбутньому з узгодженим процентом, але права на частку власності кредитор не отримує.

Друга група каналів фінансового ринку – ***непряме фінансування.*** При непрямому фінансуванні кошти, які переміщуються від домашніх господарств у

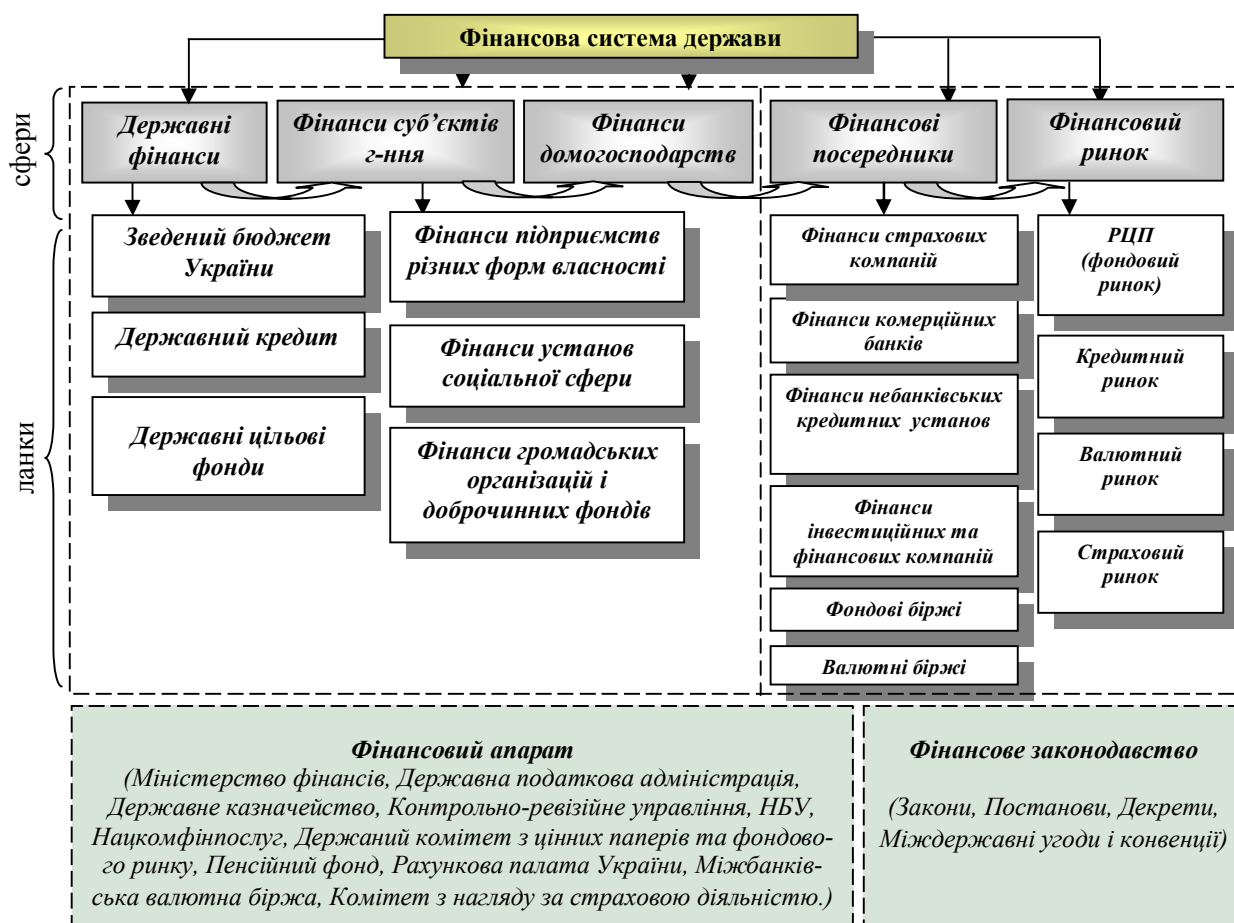
напрямку фірм, проходять через систему особливих інститутів (банки, взаємні фонди, страхові компанії та інших фінансових посередників).

Отже можна з впевненістю сказати, що мобілізація і перерозподіл фінансових ресурсів в умовах ринку відбувається саме на **фінансовому ринку**, який складається з:

- ⇒ ринку цінних паперів (фондового ринку);
- ⇒ ринку банківських позик;
- ⇒ ринку грошових ресурсів.

Ринок цінних паперів, в свою чергу поділяється на первинний та вторинний: на **первинному ринку** відбувається мобілізація фінансових ресурсів шляхом емісії цінних паперів, тобто нові випуски зобов'язань (цінних паперів) продаються вперше. На **вторинному ринку** цінних паперів проходить перерозподіл фінансових ресурсів між галузями діяльності через послідувачі продаж та купівлю непогашених зобов'язань на фондовій біржі з допомогою фінансових посередників – дилерів, брокерів. Вторинні ринки існують також для заставних, деяких видів позик та інших фінансових активів.

Фінансовий ринок є невід'ємною складовою фінансової системи, однією з її ключових сфер через який здійснюється перерозподіл фінансових ресурсів.



### Сфери та ланки фінансової системи

В умовах ринкової економіки перерозподіл фінансових ресурсів здійснюється головним чином через фінансовий ринок.

Переваги такого перерозподілу у наступному:

- 1) значно скорочуються строки, необхідні для залучення коштів;
- 2) змінюється відношення до фінансових ресурсів, мобілізованих через фінансовий ринок, зростає зацікавленість в їх раціональному використанні;
- 3) в процесі перерозподілу фінансових ресурсів включаються, крім тимчасово вільних коштів юридичних осіб, і кошти населення.

Фінансовий ринок України знаходиться у стадії становлення. І поки що недостатнім є рівень організаційної оформленості біржового і позабіржового ринку, законодавчо не врегульовано створення і функціонування окремих інститутів фінансового ринку.

Для того, щоб фінансовий ринок сприяв розвитку економіки, забезпечував необхідні умови для інвестицій, його функціонування повинно базуватися на таких принципах:

\* **соціальної справедливості** як забезпечення створення рівних можливостей та спрощення умов доступу на ринок фінансових ресурсів, недопущення дискримінації прав і свобод суб'єктів ринку цінних паперів;

\* **надійності захисту інвесторів** як створення соціально-політичних, економічних, правових умов для реалізації інтересів суб'єктів фінансового ринку та забезпечення захисту їх майнових прав;

\* **урегульованості** як створення гнучкої і ефективної системи регулювання фінансового ринку;

\* **контрольності** як забезпечення такого механізму обліку і контролю, який запобігав би і попереджував зловживання та злочинність на фінансовому ринку;

\* **ефективності** як максимальної реалізації потенційних можливостей фінансового ринку по мобілізації та розміщенню фінансових ресурсів у перспективні сфери та галузі економіки, що сприятиме їх розвитку та задоволенню потреб населення;

\* **правової упорядкованості** як створення необхідної правової інфраструктури для забезпечення функціонування фінансового ринку, яка буде чітко регламентувати діяльність його суб'єктів;

\* **прозорості, відкритості** як забезпечення надання інвесторам повної інформації, що стосується умов випуску та обігу цінних паперів, гласності фінансово-господарської діяльності емітентів, недопущення виявів дискримінації суб'єктів фінансового ринку;

\* **конкурентності** як забезпечення свободи підприємницької діяльності для інвесторів, емітентів, ринкових посередників, створення умов для змагання за вигідне розміщення вільних фінансових ресурсів, встановлення немонопольних цін

на послуги посередників, контроль за дотриманням правил добросовісної конкуренції.

Головним товаром фінансового ринку є: **готівкові гроші, банківські кредити, цінні папери.**

На фінансовому ринку України можуть обертатись наступні види цінних паперів:

1) **акції** – пайові цінні папери, які не мають встановленого строку обігу. Засвідчують про участь у статутному фонді акціонерного товариства, про членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним. Акції дають право їх власникам на одержання частки прибутку у вигляді дивідендів, а також на участь у розподілі майна при ліквідації товариства. Акції можуть бути іменними (вказують власника і його реквізити, можуть передаватися іншим власникам, для цього повинен бути передаточний надпис – **індосамент**), а також на пред'явника, де такі відомості не вказуються. Крім того, в залежності від черговості виплати доходу і права на участь в управлінні акціонерним товариством, акції можуть бути **простими** (отримують дивіденди в розмірах, що визначається кінцевими результатами роботи товариства за рік, а також беруть участь в управлінні товариством) та **привілейованими** (дають власникові переважне право на одержання дивідендів, на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації. Проте власники цих акцій не беруть участі в управлінні товариством;

2) **облігації державних та місцевих позик** – боргові цінні папери, які мають обмежений строк обігу. Засвідчують внесення власником облігацій грошових коштів і підтверджують зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного паперу в передбачений строк з виплатою фіксованих відсотків;

3) **облігації підприємств** – є борговими цінними паперами з обмеженими умовами випуску, строком обігу і фіксованою ставкою виплати доходу. Облігації підприємств не дають права їх власникам на участь в управлінні підприємством;

4) **казначейські зобов'язання** – цінні папери на пред'явника, які розповсюджуються на добровільних засадах серед населення. Засвідчують внесення їх власником грошових коштів до бюджету і дають право на одержання доходу. Відмінність казначейських зобов'язань від облігацій державних позик у наступному:

- казначейські зобов'язання розповсюджуються виключно серед населення;
- виплата доходу здійснюється у фіксованих відсотках;
- метою випуску казначейських зобов'язань є покриття бюджетного дефіциту;

5) **ощадні сертифікати** – письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке свідчить про право вкладника на одержання після обумовленого строку депозиту і відсотків по ньому на протязі дії договору або ж по його закінченню. Ощадні сертифікати бувають іменні і на пред'явника. Крім того, вони бувають строковими – видаються на певний строк під певний договірний відсоток, а також до запитання;



б) **векселі** – цінний папір, засвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця сплатити після настання строку визначену суму грошей власнику векселя /векселетримачу/. Векселі бувають двох видів: прості та переказні (*тратта*);

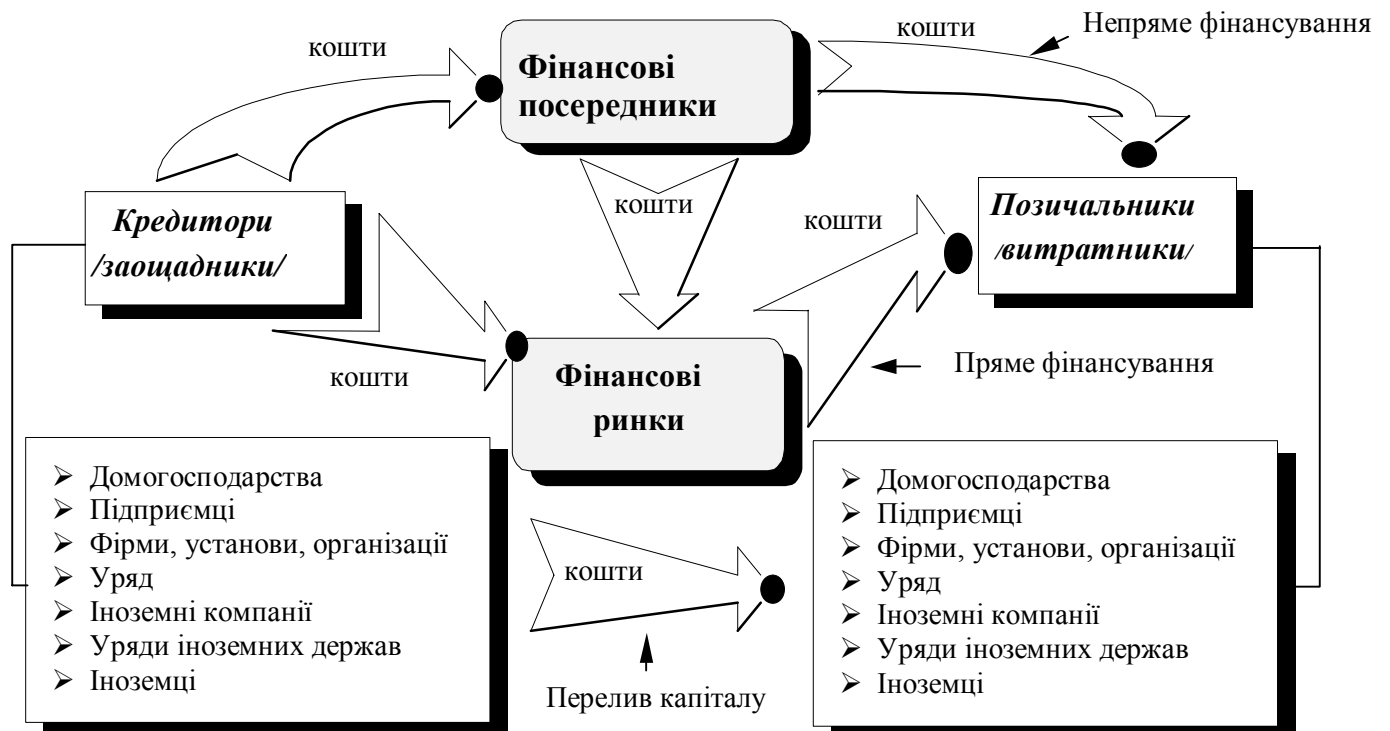
7) **варанти** – сертифікати, які дають право його власнику зробити підписку на певну кількість цінних паперів по наперед встановленій ціні і за термін між двома датами.

Фінансовий ринок Україні на даний момент перебуває на етапі становлення його не можна ввести законодавчо, для цього потрібні певні передумови:

- \* різноманітні форми власності;
- \* наявність "твердої" (забезпеченої) грошової одиниці;
- \* наявність стабільних цін (відсутність або ж низький рівень інфляції);
- \* високий ступінь розвитку товарного ринку;
- \* належний розвиток грошового і кредитного ринків.

### 3. Об'єктивна необхідність та функціональне призначення фінансового ринку

Фінансові ринки виконують суттєву економічну функцію по спрямуванню коштів від тих, що заощадили додаткові кошти, бо витрачали менше від свого доходу, до тих, що відчувають нестачу коштів, бо бажають витратити більше від свого доходу. Ця функція схематично показана на рисунку.



**Грошові потоки у системі фінансового ринку**

На рисунку зображені ліворуч ті, що заощадили, надають кошти в позичку і є кредиторами. Ті, що позичають кошти для фінансування своїх видатків, є позичальниками, вони зображені на схемі праворуч. Основними кредиторами є домогосподарства, але фірми і національні уряди, а також іноземці та їхні уряди інколи теж надають кошти у позичку. Найважливішими позичальниками є фірми та уряди, але домогосподарства та іноземці також беруть у позичку. Стрілки показують, що кошти рухаються від кредиторів до позичальників по трьох маршрутах.

За **прямого фінансування** позичальники беруть в позичку кошти безпосередньо від кредиторів на фінансових ринках через продаж їм цінних паперів (які також називають фінансовими інструментами). Останні є вимогою на майбутній доход позичальника, або його активи. Хоча цінні папери є активами для особи, що купила їх, однак вони є пасивами або боргом для індивіда чи фірми, що продає (випускає їх).

Чому це спрямування коштів від заощадників до витратників таке важливе для економіки? Відповідь полягає в тому, що заощаджують здебільшого не ті люди, які мають прибуткові інвестиційні можливості.

Без фінансових ринків важко передати кошти від особи, яка не володіє інвестиційними можливостями, до фірми, яка має такі можливості. Відсутність фінансових ринків призводить до того, що обидві сторони перебувають у гіршому матеріальному становищі.

Існування фінансових ринків також вигідне, навіть коли хтось бере в позичку з іншою метою, ніж розширення виробництва в діловому підприємстві.

Фінансові ринки відіграють важливу функцію в економіці. Вони сприяють кругообігу коштів. Виконуючи цю функцію, фінансові ринки забезпечують вищу продуктивність та ефективність економіки в цілому, безпосередньо поліпшують добробут споживачів. Фінансові ринки забезпечують коштами не лише держави, великі корпорації та потужні фірми, а також покривають такі ніші як дрібний та приватний бізнес, фінансують купівлю фізичним особам тих благ, яких вони потребують, не примушуючи їх чекати доти, доки буде заощаджена повна купівельна ціна. Фінансовий ринок, що ефективно функціонує, поліпшує економічний добробут кожного члена суспільства.

#### **4. Структура фінансового ринку**

Існує декілька різних класифікацій, кожна з яких віддзеркалює суттєві риси цих ринків.

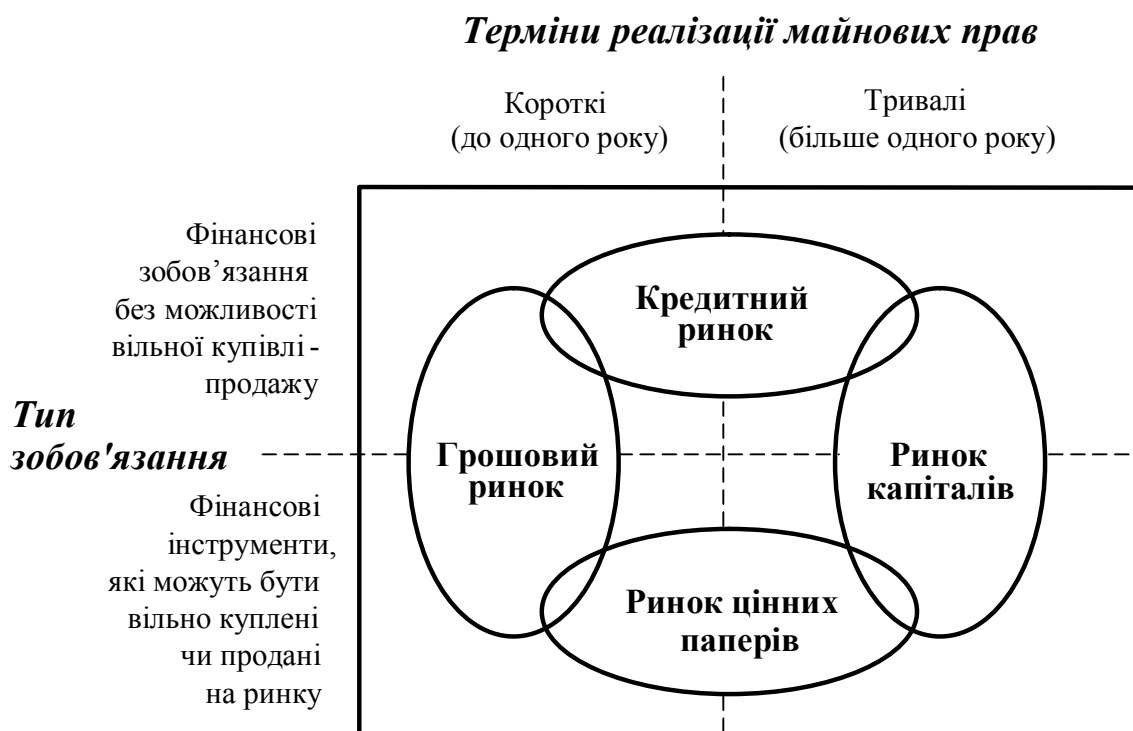
Фінансовий ринок країни, розвиток якого проходить на основі науково-технічного прогресу, прогресивних форм організації суспільного виробництва з їх простором для особистої ініціативи і конкуренції, здатний забезпечити народне

господарство ресурсами для ефективного економічного зростання і досягнення необхідного рівня добробуту суспільства.

**Фінансовий ринок** – це сукупність всіх грошових ресурсів країни, зокрема ресурсів, які знаходяться в постійному русі, розподілі чи перерозподілі, які міняються під впливом стану попиту і пропозиції на ці ресурси з боку різноманітних суб'єктів економіки.

Наведене визначення фінансового ринку не є абсолютно точним з практичної точки зору. Не всі угоди про обмін теперішньої вартості на майбутню оформляються у вигляді цінних паперів, які можуть бути предметом вільної купівлі-продажу. Тому, як правило, розрізняють **кредитний ринок** і власне **ринок цінних паперів**. Кредит також являє собою угоду про обмін теперішньої вартості на майбутню, але зобов'язання позичальника перед кредитором не є предметом вільної купівлі-продажу.

Додаткові труднощі для чіткого визначення структури фінансових ринків містять розбіжності в *термінах* виконання фінансових зобов'язань. Короткострокові зобов'язання (терміном від кількох днів до кількох місяців) є високоліквідними, і в цьому вони близькі за своїми властивостями до грошей. Ринки короткотермінових фінансових інструментів (власне ЦП чи кредитних угод), як правило, об'єднують поняття **грошовий ринок**. На відміну від грошового ринку, **ринок капіталів** охоплює права власності, реалізація яких здійснюється протягом відносно тривалого терміну часу. Спрощену структуру фінансових ринків зображено на рисунку.



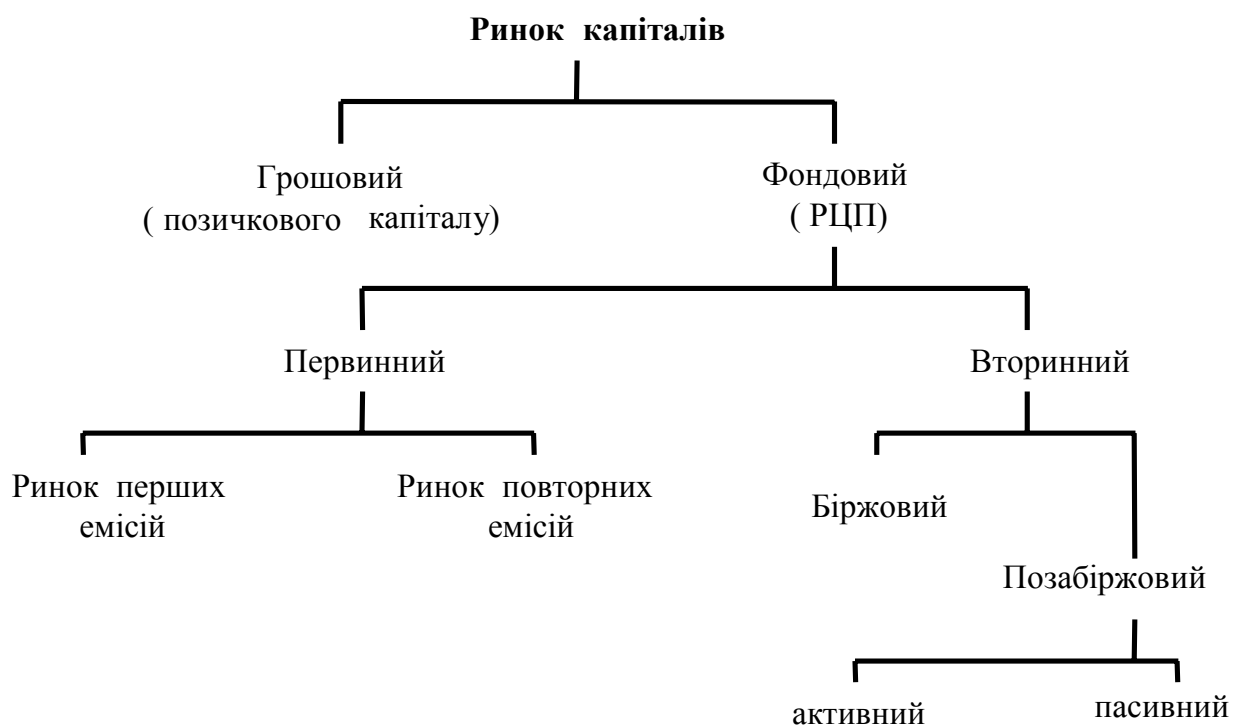
**Структура фінансового ринку**

Наведена класифікація є важливою саме з *практичної* точки зору. У вітчизняній та міжнародній практиці загальноприйнято фінансовий ринок ототожнювати з грошовим ринком та ринком капіталів:

**ФІНАНСОВИЙ РИНОК ⇒ ГРОШОВИЙ РИНОК + РИНОК КАПІТАЛІВ**

На грошовому ринку здійснюється рух короткострокових (до одного року) нагромаджень, на ринку капіталів – середньо- та довгострокових нагромаджень (понад один рік).

Ринок капіталів зобразимо схематично:



### *Структура ринку капіталів*

На практиці, особливо в розвинених ринкових економіках, структура фінансових ринків дуже складна, а кількість різновидів цінних паперів надзвичайно велика. До початку 90-х років річний об’єм торгівлі на фондових ринках світу оцінювався приблизно в 7,5 трлн. доларів, об’єм ринкової капіталізації корпорацій, акції яких котувалися на організованих ринках, приблизно 12 трлн. доларів.

Якісно новим етапом розвитку фінансових ринків виявилось виникнення *електронної форми* торгівлі ЦП. Першою великою електронною системою була організована в **1971** році американська асоціація покупців цінних паперів – система **NASDAQ** (National Association of Securities Dealers Automated Quotations system). Електронні системи торгівлі мають низку переваг: забезпечення учасників ринку

оперативним доступом до інформації; суттєве зниження операційних витрат; підвищення ефективності функціонування фінансового ринку і т.д.

Схематично сучасну структуру фінансового ринку можна зобразити наступним чином:



*Структура фінансового ринку*



## **Тема 2. Становлення, розвиток та регулювання фінансового ринку**

### **1. Ретроспектива розвитку фінансового ринку**

Фінансові ринки в сучасному розумінні репрезентують собою механізм торгівлі фінансовими активами, обов'язковими атрибутами якого є чіткі правила торгівлі, наявність професійних учасників ринку та розвинута ринкова інфраструктура, яка забезпечує мінімальні витрати і максимальну надійність укладення угод.



### **Етапи становлення світового фінансового ринку**

Виникнення тих чи інших форм торгівлі фінансовими зобов'язаннями історично відносять як мінімум до часів Римської імперії. Фінансові зобов'язання, які можна вважати праобразом сучасних цінних паперів, існували ще в середні віки, і найбільш відомий приклад тут – зобов'язання італійських міст держав. Але практично до 17-го століття об'єктивна необхідність в існуванні ринку для торгівлі цінними паперами

практично була відсутньою: об'єми випуску тих чи інших цінних паперів були досить малими, а їх тримачами було досить обмежене коло людей.

Офіційним роком заснування першої фондової біржі вважається 1592 рік, коли в Антверпені був вперше оприлюднений список цін на цінні папери, які продавались на ній. Це була перша біржова котировка, яка заклала фундамент 400-річній історії фондових бірж.

Постає питання, чому це саме відбулося в Антверпені? Перш за все, велике значення мало відкриття Америки, яке зробило це місто центром зосередження міжнародної торгівлі. За відгуками сучасників, місто нагадувало "вулик", де кипіло напружене життя. "Це – цілий світ, – говорив поет, – де можна чути мови всіх куточків землі". В новій "Вавілонській вежі" сформувався розвинутий ринковий механізм. Зокрема, стали широко використовуватися строкові операції, при яких кінцевий розрахунок по угодах відкладався на певний термін. А за цей час ціна паперів могла змінитися, і різниця подекуди складала відчутну величину. Зробити цю різницю своїм прибутком – було завданням учасників біржової гри.

Об'єктами особливо великих спекуляцій були векселі, які були пов'язані з торгівлею перцем. Саме перець став символом перших біржових спекуляцій. В ті часи існувала монополія португальської корони на перевезення перцю з Індії в Європу. Королівським каравелам, які везли цей цінний груз, потрібно було подолати великі відстані, де їх очікували шторми, пірати і багато інших небезпек. Перець почали продавати за терміновими угодами, пробуючи вгадати його долю. Ці операції розвивалися шаленими темпами на Амстердамській біржі. Широку популярність отримали банкіри та біржові Фугери, які нагромадили великі статки на спекуляціях з перцем.

В кінці XVI – XVII ст. на біржах появилася новий товар – державні цінні папери, які стали об'єктом крупних угод. З 1600 року з виникненням перших акціонерних товариств – Англійської Ост-Індійської, Голландської Ост-Індійської компанії, а потім і інших – на біржах з'явилися й акції.

Вважається, що перший в історії досить великий за обсягом ринок цінних паперів, який по праву називали світовим центром торгівлі цінними паперами виник саме в Амстердамі на початку 17-го століття. Перш за все це можна пояснити тим, що до цього часу одержала широкий загальний характер практика запозичення грошових засобів серед урядів західноєвропейських держав, яка здійснювалася у вигляді емісії державних цінних паперів. По-друге, з'явилися і почали стрімко розвиватися акціонерні товариства, які фінансувалися за рахунок емісії акцій (*Англійська і Голандська Ост-Індійська компанія, організована на початку 17-го ст.*). Потреба володарів цінних паперів в забезпеченні їх ліквідності і сприяло появі першого в історії світового центру торгівлі цінними паперами в Амстердамі.

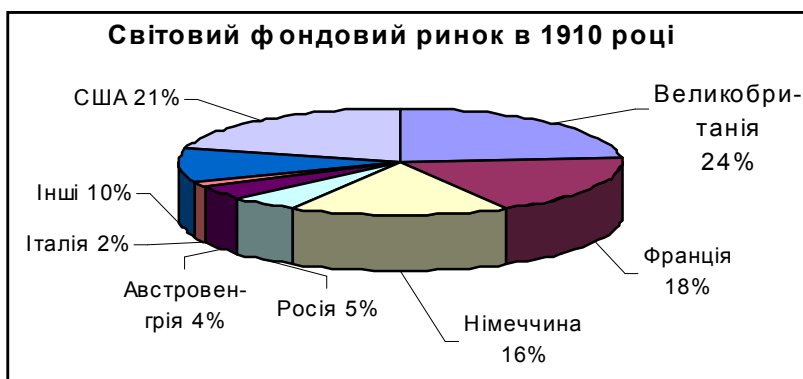
З функціонуванням Амстердамської фондової біржі в 17-18 століттях пов'язана поява професійних посередників на ринку цінних паперів і розробка багатьох технологій торгівлі, які використовуються і по сьогоднішній день.

Отже першою біржею, де здійснювались операції з всіма видами цінних паперів, стала саме Амстердамська фондова біржа, яка здобула міжнародне визнання завдячуючи угодам не лише з зерном, кавою, прянощами, але й з цінними паперами колоніальних компаній. Через це Амстердамську біржу називають, як правило, першою фондовою біржею в сучасному розумінні.

Полярною до Амстердаму в цьому відношенні була Паризька біржа, також створена в 17-му ст., де з моменту заснування діяли чітко встановлені правила і стандарти укладення угод.

Революція в Франції і подальші Наполеонівські війни (кінець 18-го початок 19-го ст.) сприяли зміщенню світового центру торгівлі цінними паперами в Лондон. Лондонська біржа багато в чому об'єднала розвинуті технології Амстердама з жорсткими правилами Парижу і залишалась найбільшою біржею світу практично до початку 20-го століття.

19-те століття характеризувалося бурхливим розвитком ринку цінних паперів в багатьох країнах. Саме в цей період проходить становлення американського ринку цінних паперів, основним центром якого протягом багатьох років буде Нью-Йоркська фондова біржа (створена у 1872 році в результаті підписання групою нью-йоркських брокерів договору про правила торгівлі цінними паперами – Buttonwood Agreement).



Особливо бурхливим періодом розвитку фондової торгівлі в світі став кінець 19-го початок 20-го ст. До 1910 року об'єм світового фондового ринку оцінювався в 32.60 млрд. фунтів (див. рис. // Джерело R.Michie. Development of stock markets).

Торгівля цінними паперами і становлення фінансового ринку в Російській імперії відносяться ще до часів петровських реформ, а широкий розвиток фондового ринку розпочався в 60-70-х роках 19-го ст., що було обумовлено швидкими темпами розвитку промисловості і реформами Олександра II. Центром торгівлі цінними паперами в Росії була Санкт-Петербурзька біржа.

В 1873 році виникла перша біржа на Україні – Київська біржа, яка на протязі багатьох років була досить великим центром торгівлі зобов'язаннями держави і акціями цукрових заводів. В 1917 році функціонування фондового ринку в Росії і Україні призупинилося.



Перша світова війна сприяла переміщенню центру торгівлі цінними паперами в Нью-Йорк. Тільки за одне десятиліття (після закінчення світової війни до біржового краху – жовтень 1929 року) річний об'єм угод на Нью-Йоркській фондовій біржі виріс і перевищив 1 млрд.дол.

Біржовий крах 29 жовтня 1929 року (чорний вівторок), і депресія після нього, яка охопила США і інші країни Заходу, слугували основною причиною стагнації організованих фінансових ринків в 30-х роках, яка ще більш посилилася в роки 2-ї Світової війни.

## **2. Бреттон-Вудська система**

Для правильного розуміння суті сучасних операцій на фінансових ринках необхідні знання логіки їх історичного розвитку. Історія становлення нових фінансових ринків – період ренесансу, починається з 30-х років. Світова фінансово-економічна криза зруйнувала торговельно-економічні зв'язки, які склалися. Всі країни світу були в більшій чи меншій мірі втягнуті в тарифні війни і різного роду страйки. Кульмінація ж падіння припадає на період Другої Світової війни.

Реконструкція міжнародної фінансової системи була розпочата Бреттон-Вудською конференцією в 1944р. Америко-британське суперництво було вагомим фактором, яке наклало серйозний відбиток на досягнутих домовленостях.

В США домінував підхід, що новий порядок не повинен допускати економічної дискримінації однієї нації іншими. Пізніше цей фундаментальний принцип знайшов відображення в хартії Генеральних Угод про Тарифи і Торгівлю (ГАТТ).

На Бреттон-Вудській конференції перемогла концепція американців. В основі Бреттон-Вудської системи були наступні положення:

- Міжнародні фінансово-економічні відносини контролюються створеними для цієї цілі інститутами. Цим інститутам надаються реальні і потужні важелі впливу на нації, які є в системі. Одним з найвпливовіших інститутів став Міжнародний Валютний Фонд (МВФ).
- Були проголошені валюти, які відігравали роль міжнародних резервів. Ними стали долар США – де-факто і де-юре, а фунт стерлінгів Англії – де-юре.
- Паритети валют (їх обмінні курси) підтримуються всіма учасниками. Допустимі межі відхилення не виходять за рамки 1% від встановленого рівня. Офіційний паритет для кожної валюти встановлюється відносно американського долара. США, в свою чергу, взяли на себе зобов'язання продавати і купувати золото по ціні \$35 за унцію (31.1 г.).
- Члени МВФ зобов'язані змінювати паритети своєї валюти тільки зі згоди МВФ і лише в тому випадку, коли їх платіжні баланси знаходяться у стані фундаментальної нерівноваги.

- По закінченню перехідного періоду всі валюти повинні стати вільно конвертованими. Для збереження цього принципу всі уряди зобов'язалися зберігати міжнародні резерви, а при необхідності – проводити інтервенцію на валютних ринках.
- Країни-учасники роблять внесок валютою і золотом. Перша чверть внеску (транш) робиться ключовою валютою і золотом, решта – національною валютою.

Нова форма бурхливого розвитку світових фінансових ринків розпочалася в 50-і роки. До середини 50-х років оборот на найбільших біржах світу досягнув передвоєнного рівня, і продовжував стрімко рости.

### ***3. Система фіксованих цін***

Бреттон-Вудська система зобов'язала членів МВФ фіксувати паритети своїх валют у формі офіційної ціни на золото, відхилення від якої було допустимим в межах одного відсотку.

Підтримка паритетів не є важкою, якщо валютний обмін проходить виключно через офіційні органи, а саме через центральні банки. Останні можуть всього-на-всього відмовитися від купівлі або продажу іноземної валюти чи золота, а курс тримати на бажаному рівні.

При вільній торгівлі тримати обмінний курс на рівні паритету можна лише здійснюючи купівлю і продаж золота у тих випадках, коли курс почне відхилятися від паритету.

Якщо ЦБ Німеччини хотів тримати курс на рівні паритету, наприклад,  $DM\ 4 = \$\ 1$ , він повинен був мати в наявності необхідну кількість доларів і марок. Коли попит на долари перевищить пропозицію, а це могло, наприклад, виникнути при обмінному курсі  $DM\ 5 = \$\ 1$ , Бундесбанк, здійснюючи валютну інтервенцію, позбувається своїх доларових запасів. Таке явище неминуче, якщо монетарний орган зафіксує курс своєї валюти вище паритету її купівельної здатності.

Якщо платіжний баланс країни дефіцитний, то при фіксації валютних курсів буде проходити відтік міжнародних резервів. В умовах чистого плавання валютних курсів і дефіцит, і профіцит платіжного балансу неможливі.

По умовах Бреттон-Вудських домовленостей США зобов'язалось підтримувати паритет \$35 за унцію (31.1г), продаючи і купляючи метал. Якщо, наприклад, його ціна на ринку встановлюється на рівні \$37, то іноземні ЦБ купують у США золото за \$35 і продають на ринку з прибутком. Дана обставина не лякала американських урядовців, оскільки в кінці війни в США нагромадилось приблизно 60% від світових запасів золота. В подальшому їх позиція різко змінилася.

Зобов'язання зафіксувати курс долара відносно золота мало для США ще один наслідок: оскільки за унцію золота можна було при системі фіксованих курсів купити

визначену і незмінну кількість товарів, для того, щоб доларова ціна товарів залишалася незмінною, необхідна була абсолютно без інфляційна світова економіка або така економіка, де темп інфляції був би всюди однаковим. Виконання цієї умови можливе лише на досить короткому інтервалі часу. Тому Бреттон-Вудська система була першопочатково приречена на крах.

#### ***4. Холодна війна, план Маршалла***

Більшість урядів у післявоєнний період не виявляло схильності дозволяти вільну торгівлю своїми валютами, оскільки хотіли закріпити за собою монопольне право займатися валютними операціями. Це дало б їм свободу в розпорядженні валютними запасами. Вони могли б імпортувати продовольчі товари, стратегічні матеріали, озброєння, фінансувати компанії, підтримувати правлячі політичні режими. Окрім того у багатьох урядів були свої уяви про те, якими повинні бути обмінні курси. Великобританія, наприклад, хотіла встановити його на передвоєнному рівні: £ 1 = \$ 4,86.

Для того, щоб перейти до вільної конвертованості валюти, необхідно мати досить значні валютно-доларові резерви. Однак, справи були такими, що одразу у післявоєнні роки доларові резерви були у великому дефіциті. Зрушитись з “мертвої” точки вдалось завдяки холодній війні і тому, що США зробили внесок в МВФ. Ізоляціонізм американських консерваторів почав розтавати, коли між СРСР і колишніми союзниками стала зростати напруга. Щоб призупинити наступ комунізму, в США приймають програму відбудови європейської економіки – план Маршалла (1947 р.). Суть програми – допомогти відбудувати економіку Європи до такого стану, коли вона зможе самостійно підтримувати воєнний потенціал, здатний протистояти радянській воєнній загрозі.

Перший раунд холодної війни розпочався з грошової реформи в окупованій Німеччині. *(В 1945 р. американська армія привезла туди окупаційні рейхсмарки, віддруковані в США. Радянська окупаційна влада поступила аналогічно – привезла величезну кількість грошових знаків, прагнучи витіснити валюту американського походження.)*

Першопочатково міжнародна торгівля в Західній Європі збалансовувалась в рамках системи клірингових (взаємних) розрахунків. Члени Європейського Платіжного Союзу регулювали дефіцит і профіцит платіжного балансу в двоісторонньому порядку (див. рисунок).

Члени Європейського Платіжного Союзу регулювали дефіцит і профіцит платіжного балансу в двосторонньому порядку:

- ➔ *в кінці кожного місяця сальдо балансів вирівнювалося платежами в доларах, золоті або ж кредитами;*
- ➔ *об'єми двохсторонніх кредитів не могли перевищувати обумовлених меж;*
- ➔ *підрахунки дефіцитів і профіцитів робилися на основі фіксованих обмінних курсів.*

### ***Методи регулювання платіжного балансу***

У продовж 50-х років доларовий голод поступово вгамувався і в європейських країнах зосередилися значні міжнародні резерви. Хоч допомога яка за Планом Маршалла надавалась країнам Західної Європи, що приймали участь у війні, і не сприяла стрімкому розвитку економіки цих країн, проте досить ефективно забезпечувала приріст запасів конвертованої валюти. США стимулювали розвиток вільної торгівлі та підтримали ідею об'єднання Європи та інтеграції економіки Франції та Німеччини так, щоб цим країнам ніколи не було вигідно воювати. Усі ці кроки стали переломними в формуванні передумов для виходу європейських валют на новий, якісно новий, рівень – вільної конвертації валют. Основні передумови цього зображено нарисунку.

- ➔ *допомога за Планом Маршалла країнам Західної Європи, що приймали участь у війні у розмірі 4% річного ВВП;*
- ➔ *40% приріст запасів конвертованої валюти;*
- ➔ *США стимулювали розвиток вільної торгівлі;*
- ➔ *американська влада підтримує ідею Жана Монне і Роберта Шумана про створення Європейського Об'єднання Вугілля і Сталі (1952 р.), а згодом і Європейського Економічного Співтовариства (1958 р.).*

### ***Передумови впровадження вільної конвертації валют***

До кінця 50-х років в європейських країнах нагромадилося достатньо доларових запасів. Якщо в 1949 році доларові зобов'язання США Європі становили 3,1 млрд.дол., то в 1959 році вони досягнули 10,1 млрд.дол. До 1958 року більшість європейських країн оголошує про вільний обіг своїх валют.

Отже, лише через 15 років після підписання Бреттон-Вудських угод вдалося створити підґрунття для нормального функціонування фінансового ринку, а зокрема – валютного.

## ***5. Державне регулювання фінансового ринку України: сутність, сфери та важелі регулювання***

Функціонування будь-якого ринку в сучасних умовах неможливо собі уявити без законодавчої бази регулювання та впливу держави. Саме держава визначає і контролює правові основи ринкових відносин, насамперед права власності, встановлює базові правила економічних відносин учасників ринку. Досить поширеною є точка зору, що зловживання на фондовому ринку були однією з причин найглибшого спаду в світовій економіці початку 30-х років ХХ сторіччя, при якому скорочення виробництва становило в окремих країнах 50%, а рівень безробіття досягав 30%.

Уряд у будь-якій країні регулює фінансовий ринок через законодавче забезпечення його функціонування, регулювання і визначення правил емісії та обігу цінних паперів, ліцензування професійної діяльності учасників і посередників фінансового ринку, контроль за здійсненням їх професійної діяльності, захист прав інвесторів, контроль за виконанням антимонопольного законодавства та системою ціноутворення на фінансових ринках.

Роль фінансового ринку у фінансово-економічній ситуації, яка склалася в Україні надзвичайно важлива. Фінансовий ринок дає необмежені можливості для інвестицій і тому постійно перебуває в центрі уваги Верховної Ради України, Президента України, Кабінету Міністрів та інших владних структур. В Україні фінансовий ринок лише формується, на ньому ще не встановилися традиції та правила роботи, саме ця причина, в першу чергу обумовлює необхідність приведення в дію системи ефективного регулювання фінансового ринку з боку державних структур.

Державне регулювання фінансового ринку та його складових – це об'єднання в єдину систему певних методів і прийомів, що дозволяють упорядкувати діяльність усіх його учасників і операцій між ними шляхом встановлення державою певних вимог та правил задля підтримки рівноваги взаємних інтересів усіх учасників.

Основна мета державного регулювання – це здійснення державою комплексних заходів щодо:

- створення умов для ефективної мобілізації та розміщення на ринку вільних фінансових ресурсів;
- захисту прав інвесторів та інших учасників фінансового ринку;
- контролю за прозорістю та відкритістю ринку;
- дотримання учасниками ринку вимог актів законодавства;
- запобігання монополізації та сприяння розвитку добросовісної конкуренції на фінансовому ринку.

Серед сфер фінансового ринку, що обов'язково повинні регулюватися державою, слід виділити такі:

- допуск цінних паперів до публічних торгів;
- розкриття інформації емітентами;
- функціонування організаторів торгівлі (фондових бірж та торговельно інформаційних систем);
- регулювання діяльності професійних учасників ринку, насамперед брокерів і дилерів, та їх відносин з клієнтами;
- реклама на ринку цінних паперів;
- заборона маніпулювання цінами.

Таким чином, необхідно визначити, що регулювання фінансового ринку є обов'язком уряду і альтернативи в сучасних умовах державному регулюванню не існує.

Головним завданням державного регулювання є узгодження інтересів усіх суб'єктів фінансового ринку через встановлення необхідних обмежень і заборон у їхніх взаємовідносинах через непряме втручання у їхню діяльність (цілі та принципи державного регулювання визначені у першому питанні лекції).

Важелями непрямого втручання держави у регулювання фінансового ринку є:

- 1) податкова політика, яка впливає на ділову активність, а отже, на потребу у фінансових ресурсах і знаходить своє нормативне оформлення через податкове право;
- 2) регулювання грошової маси й обсягів кредитів через вплив на ставку позикового відсотка;
- 3) зовнішньоекономічна політика, що пов'язана з регулюванням операцій з іноземними валютами та експортно-імпортних операцій;
- 4) гарантії держави щодо позик приватного сектора;
- 5) вихід держави на ринок позикових капіталів, що створює пряму конкуренцію між державою та підприємствами-емітентами.

Формами державного регулювання фінансового ринку є:

- прийняття актів законодавства з питань діяльності його учасників;
- регулювання випуску та обігу фінансових активів, прав і обов'язків учасників ринку;
- реєстрація емісій фінансових активів та інформації про їх випуск, контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску та продажу фінансових активів;
- видача спеціальних дозволів (ліцензій) на здійснення професійної діяльності на ринку та забезпечення контролю за такою діяльністю;
- створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами фінансових активів і особами, які здійснюють професійну діяльність на фінансовому ринку;
- контроль за достовірністю інформації, що надається контролюючим органам емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на фінансовому ринку;
- контроль за дотриманням антимонопольного законодавства на ринку тощо.

Важливим елементом державного регулювання фінансового ринку є правове регулювання, яке за своїм характером є загальнообов'язковим, субординаційним і

ґрунтується на можливості застосування примусу. Державні органи, які здійснюють таке регулювання у сфері фінансового ринку, обов'язково повинні дотримуватися у своїй діяльності "букви закону – дозволено лише те, що дозволяється законом".

**Державно-правове регулювання** – це регулювання відносин на всіх сегментах фінансового ринку, яке здійснюється уповноваженими державними органами країни шляхом створення нормативно-правових актів, їх використання, встановлення контролю за дотриманням цих актів всіма суб'єктами ринку. Законодавство та правила, що встановлюються державними органами, мають забезпечити виконання професійними учасниками ринку насамперед таких вимог:

- чесність стосовно клієнтів та високий рівень професійної кваліфікації;
- з'ясування істинних потреб клієнта для визначення найкращих шляхів їх задоволення;
- надання клієнтам повної і правдивої інформації;
- уникнення конфлікту інтересів;
- надійний захист активів клієнтів;
- наявність достатніх фінансових ресурсів для виконання зобов'язань і покриття ризиків, достатність власного капіталу;
- наявність дійової системи внутрішнього контролю за виконанням своїми співробітниками вимог законодавства;
- надання всієї необхідної інформації контрольним органам та сприяння їх роботі.

В Україні та країнах, що вступили на шлях ринкових перетворень в економіці, фінансові ринки перебувають на різних стадіях формування і розвитку. У таких країнах розвитку фінансових ринків сприяють приватизація, подолання кризових явищ та позитивні зрушення в економіці. Паралельно з цим відбувається формування відповідної законодавчої бази та механізму, що гарантує її виконання.

В усіх країнах, у тому числі й в Україні, регулювання діяльності фінансового ринку здійснюється трьома гілками влади: законодавчою, виконавчою і судовою. Взагалі елементами державного регулювання фінансового ринку (про що було уже сказано) є: законодавчі та підзаконні акти; органи державного управління, що забезпечують пряме втручання у діяльність ринку; непряме втручання держави у фінансовий ринок.

Законодавчою базою регулювання фінансового ринку в Україні є:

1. Конституція України – вища юридична сила; визначає права законодавчої, виконавчої і судової влади у сфері функціонування фінансового ринку.
2. Укази президента щодо регулювання фінансового ринку.
3. Нормативно-правові акти Кабінету Міністрів, міністерств та інших органів виконавчої влади, що стосуються окремих напрямів регулювання.
4. Конституційний Суд України – вирішує всі питання про відповідність законів та інших актів щодо Конституції України.

5. Договори та угоди, що укладаються між учасниками ринку у зв'язку з наданням фінансових послуг, пов'язаних з емісією, обігом цінних паперів та іншими послугами.

6. Господарський суд – орган правосуддя у господарських відносинах, у тому числі фінансових.

7. Закони України, що регулюють фінансовий ринок.

8. Постанови Верховної Ради України.

9. Рішення та розпорядження Національного банку України та Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.





### **Тема 3. Трансформація локальних фінансових ринків у глобальний. Валютний ринок**

#### **1. Доларова рестрикція і виникнення євродоларового ринку**

Після зменшення доларового дефіциту в 1958 році у Європі було оголошено конвертованість валют. В той період деякі валюти були недооціненими і Німеччина, наприклад, продовжувала нагромаджувати доларові резерви через постійний профіцит свого платіжного балансу.

У 1960-му році в Європі зрозуміли, що США не спроможні виконувати взяті на себе бреттон-вудські зобов'язання, а зокрема, підтримувати ціну золота на рівні \$35 за унцію, через те, що сумарні доларові зобов'язання США перевищили офіційні резерви.

Оскільки долари зберігали свою купівельну спроможність, а тримачі доларів могли купувати золото на приватних ринках, ця проблема до певного часу не була небезпечною. Доларова ж інфляція компенсувалася відсотками на вклади (в банках та інших депозитних інститутах).

Доларова інфляція була великою проблемою лише для золотих запасів США, оскільки подорожчання золота на приватних ринках створювало стимул для купівлі ЦБ (центральними банками) золота в ФРС (федеральній резервній системі) за інфляційні доларові резерви.

США на усі ці негативні зрушення могло б і не реагувати, оскільки нагромадження доларових резервів проходило добровільно, і продовжувати зберігати дефіцит платіжного балансу, постачаючи бажаючих своєю валютою. Однак таке рішення могло б підірвати авторитет долара як ключової валюти.

Долар повинен був залишатися безризиковим активом. У зв'язку з цим адміністрація Кеннеді і Джонсона оголошує серію обмежень на закордонні кредити і прямі інвестиції. 18 травня 1963 року Кеннеді пропонує **податок на Процентний Диференціал**. Введення цього податку збільшувало витрати іноземних позичальників, які продавали в США свої облігації. Для покриття своїх витрат позичальники були вимушені збільшувати купони. Примітивна ідея цього податку полягала в тому, щоб відлякати іноземців від долара. Як результат, бізнес світу проводить деномінацію облігацій у доларах – виникає ринок єврооблігацій (євробонд).

В 1965 році Податок на Процентний Диференціал був розповсюджений і на кредити американських банків іноземцям (термін від 1 до 3-ох років). Одночасно з податком в 1965 році вводиться **Програма добровільного обмеження іноземних**

**кредитів.** ФРС встановила квоти, в межах яких американські банки могли без санкції адміністрації кредитувати американські багатонаціональні корпорації, які були втягнуті в інвестиційні процеси за межами США.

1963р.

Кеннеді пропонує **податок на Процентний Диференціал**

введення цього податку збільшувало витрати іноземних позичальників, які продавали в США свої облигації. Для покриття своїх витрат позичальники були вимушені збільшувати купони. Примітивна ідея цього податку полягала у відлякуванні іноземців від долара. Як результат, бізнес світу проводить деномінацію облигацій у доларах - виникає ринок євроблігацій (євробонд).  
В 1965 році Податок на Процентний Диференціал був розповсюджений і на короткотермінові кредити американських банків іноземцям.

1965р.

вводиться **Програма добровільного обмеження іноземних кредитів**

за умовою програми добровільного обмеження ФРС (федеральна резервна система) встановила квоти, в межах яких американські банки могли без санкції адміністрації кредитувати американські багатонаціональні корпорації, які були втягнуті в інвестиційні процеси за межами сполучених штатів Америки. Такі обмеження повинні були спрямувати основні інвестиційні потоки банківської системи на внутрішній ринок і зупинити вивіз капіталу за кордон.

Податок і обмеження слугували поштовхом для розвитку нового міжнародного ринку – ринку євродоларів, який виник в кінці 50-х років у Західній Європі у зв'язку з потребами підприємств, інвесторів і навіть деяких країн Європи в капіталі.

**Ринок євродоларів** – це ринок деномінованих в доларах депозитів в банках США і в міжнародних банківських установах за межами США власниками яких є нерезиденти США.

Паралельно з ринком євродолара з'являється ще один тип ринку – євровалютний. В 90-х роках у Лондоні регулярно торгують більш ніж 15 європейськими валютами (долар становить біля 60% валютних зобов'язань в євровалюті, а дойчмарка – 14%).

Розглянемо процес створення євродоларів. Наприклад: *Нехай американська компанія переводить \$10 000 в європейський банк. Тепер євробанк володіє депозитом в американському банку, а в обмін компанія одержує строковий депозит в євробанку. Бухгалтерські проводки в банках будуть такими:*

Американський банк		Євробанк	
Активи	Пасиви	Активи	Пасиви
	-\$10 000 депозит американської компанії	+\$10 000 депозит в американському банку	-\$10 000 депозит американської компанії
	+\$10 000 депозит євробанку		

Доларові зобов'язання американського банку не змінилися в результаті даної операції. Все, що відбулося – зміна власності: \$10 000 депозит американського банку перейшов в євробанк. Це і є євродолари. Стимулом для компанії зробити таку операцію можуть бути більші відсотки євробанку; оперативна необхідність в євродоларах. Для отримання прибутку євробанк повинен ефективно розмістити доні активи, наприклад, дати комусь кредит.

Давайте випишемо всі проводки при наданні кредиту євробанком суб'єкту “Ω”

Американський банк		Євробанк		Суб'єкт “Ω”	
Активи	Пасиви	Активи	Пасиви	Активи	Пасиви
	-\$10 000 депозит євробанку	-\$10 000 депозит в банку США		+\$10 000 депозит в банку США	+\$10 000 борг євробанку
	+\$10 000 депозит суб'єкта “Ω”	+\$10 000 кредит суб'єкту “Ω”			

Євробанк, даючи кредит, випишує чек проти свого рахунку в американському банку. Знову депозит американського банку буде переходити з рук в руки і точно так само, як і раніше, сумарні зобов'язання американського банку не зміняться.

Євродоларовий ринок є одночасно ринком депозитів і кредитів, деномінованих в іноземній валюті. (Він ще існував і в довоєнний період; ним користувалися банки Берліна і Вени, які обслуговували торгові компанії).

СРСР також допоміг в створенні ринку євродоларів, перевівши в перші роки холодної війни свої доларові депозити з Нью-Йорка в контрольовані ним банки Лондона і Парижа.

(Євровалютами називають кошти не лише в Європі, але і за її межами, хоча стосовно них часто використовують такі терміни, як азіядолари, арабодолари).

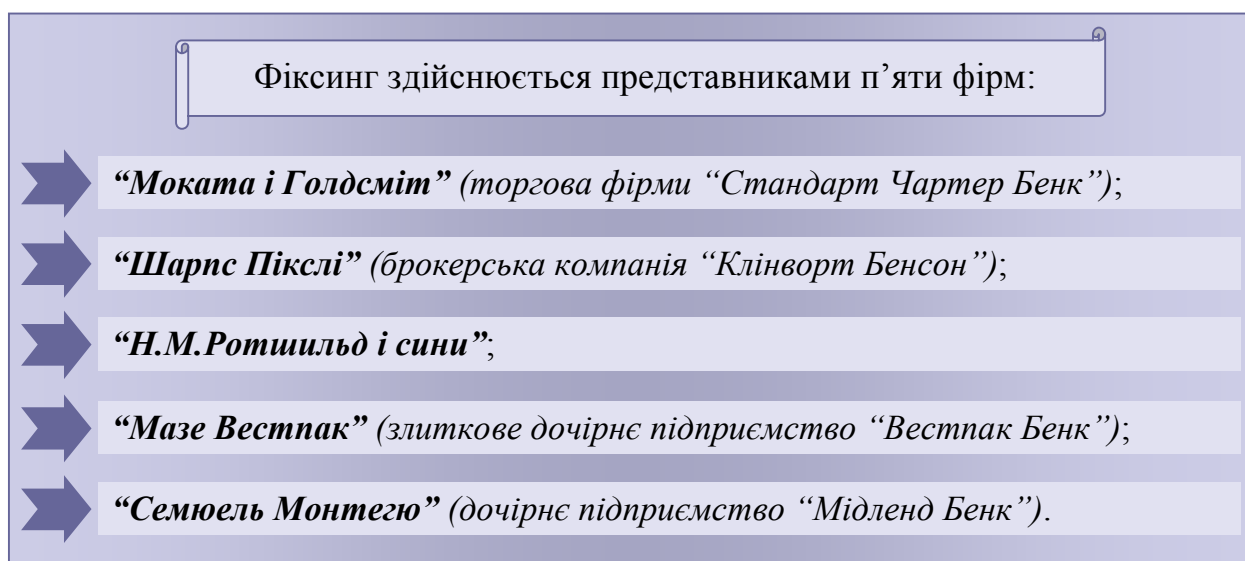
## 2. Золото, СДР, Євро

### Золото

Економічне значення золота полягає в його використанні упродовж значного історичного періоду як грошового товару поряд з іншими благородними металами, а з кінця ХХІ ст. – монополю. Золото служило основою грошової і валютної систем. Однак з часом, у результаті офіційної демонетизації, золото вийшло з грошового і валютного обігу й осіло в скарбах, а операції з цим благородним металом відбуваються на особливих ринках.

У світі існують спеціальні центри торгівлі золотом, де здійснюється регулярна його купівля-продаж. Це ринки золота. В 1961 році з ціллю інтервенції на приватні ринки золота, банки США приєдналися до банків країн Спільного ринку (Великобританії і Швейцарії). Дане об'єднання було назване “**Золотим Пулом**”.

В межах об'єднання визначалися фіксинги цін двічі на день (це триває і в наш час). Перший фіксинг 10:30; другий – 15:30. Місцем фіксингу є фіксингова кімната банківської фірми “Н.М.Ротшильд”.



### “London Gold Delivery”

проба золота  
не нижче 995-ї



Об'єктом торгівлі на ринку золота є золоті зливки вагою 400 унцій (12,44кг.) Фіксингова комісія встановлює обсяги чистих купівель і продаж. Фіксингова ціна відповідає рівновазі ринку. Цю ціну і публікують як результат фіксингу. (Зазвичай ціну фіксингу встановлюють досить швидко, за 20-30 хвилин, однак деколи на фіксинг йшло і більше часу. Таке траплялося в періоди різких коливань ринкової кон'юнктури. В жовтні 1979 року на фіксинг потратили 1 годину 39 хв.)

В даний час котирування золота знаходиться під контролем ЦБ. Повноважним представником Золотого Пулу є Банк Англії. З 1961 року він підтримує прямий зв'язок з “Н.М.Ротшильд” в період ранкового фіксингу.

Долар і надалі відігравав роль ключової валюти, що не влаштовувало окремих учасників “Золотого Пулу”. Жорстка прив'язка національних валют до долара призводила до стійкого дефіциту та профіциту платіжного балансів. Франція і особисто Де Голь були різко настроєні проти цього. Окрім того всіх обурювала політика гегемонії США, яка закріплювалася особливою позицією долара.

Францію в ті часи практично ніхто з членів МВФ не підтримав, оскільки всі вигравали від такої позиції долара хоча б в тому, що доларові депозити приносили доходи, чого не можна сказати про золоті авуари.

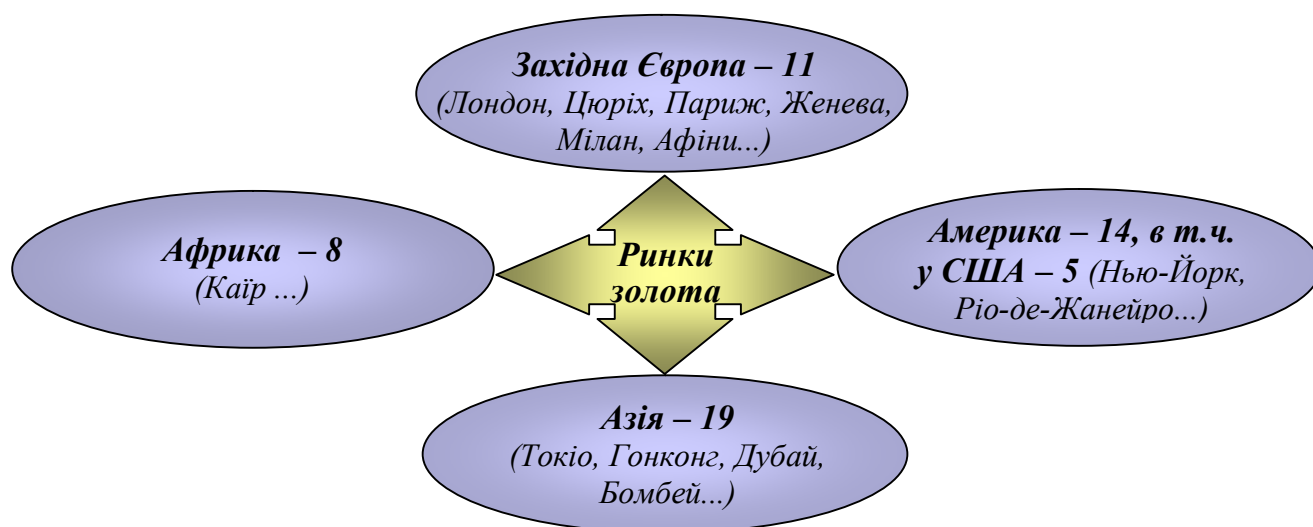
В листопаді 1967 р. девальвував англійський фунт, що нанесло удар по ілюзії стабільності Бреттон-Вудської системи. Цей факт показав, що долар також може девальвувати. Після даних подій, учасники МВФ стали серйозно розглядати те, що знецінення долара обмине тримачів золотих авуарів.

Усі ці обставини змусили в травні 1968 року ввести дворівневу систему торгівлі золотом: офіційні операції відокремлюються від операцій на відкритому ринку. Ціна на приватному ринку моментально зростає до \$43 і до кінця 1969 р. знову опускається до \$35 за унцію. Дворівнева система діяла до введення системи плавання обмінних курсів.

В 1968 році “Золотий Пул” розпадається і лондонський ринок закривається на 2 тижні. Це дає поштовх для організації ринку в Швейцарії (сюди хлинуло золото з Південної Африки). Другою торгуючою золотом державою став СРСР (“Восход Хандельсбанк” – Цюрих, а в 1985 р. цей банк був ліквідований – на його зміну приходить філіал “Внешторгбанка”).

Лондон перетворюється з центру перерозподілу в центр торгівлі, в 1968 р. (березень) фіксинги відроджуються, але тепер це вже не єдиний центр торгівлі золотом.

Сьогодні функціонує понад 50 ринків золота:



Провідне місце належить ринкам золота в Лондоні та Цюриху.

Залежно від режиму, який надає держава, ринки золота поділяються на:

- *світові ринки* (Лондон, Цюрих, Нью-Йорк, Гонконг, Дубай та ін.);
- *внутрішні вільні* (Париж, Мілан, Стамбул, Ріо-де-Жанейро...);
- *місцеві контрольовані* (Афіни, Каїр...);
- *чорні* (Бомбей та ін.).

На зміну Золотому пулу в 70-ті роки прийшли “золоті аукціони” – продаж золота з публічних торгів. Такі аукціони періодично проводились МВФ, урядами США, Індії, Португалії та ін. (Так, відповідно до Ямайської угоди ВМФ з 1976 по 1980 рік

провів 45 аукціонів і реалізував 777,6 т. золота; США у 1978-79 рр. на 19 щомісячних аукціонах реалізували 491 т. золота на суму 4,1 млрд. дол.; Індія в 1978 р. провела 7 аукціонів, продавши 6 т. золота з офіційних резервів з метою боротьби з нелегальним ввозом золота з-за кордону.)

Наприкінці 90-х років намітилась тенденція продажу золота центральними банками ряду країн і МВФ з метою поновлення своїх валютних резервів. (Лише у 1997 р. 14 центральних банків продали 825 т золота. Так, частковий продаж своїх золотих запасів (від  $\frac{1}{3}$  до  $\frac{2}{3}$ ) здійснили Нідерланди, Бельгія, Австрія, Канада, Австралія. Аргентина реалізувала весь свій золотий запас – 125 т золота.) Загалом, останнім часом центральні банки ряду країн приступили до досить масового збуту своїх золотих активів. Це пояснюється тим, що з часом ключова роль у забезпеченні гарантій стабільності національних валют все більше відводиться не золоту, а стабільності й силі власних економік та економік країн емітентів і постачальників резервних валют.

Однак у фінансовому світі продовжує існувати і протилежна тенденція золото продовжує відігравати роль валютного резерву особливо під час кризи. Простежується закономірність, коли провідні країни світу, особливо емітенти резервних валют, поки що не наважуються реалізувати свої золоті запаси, а деякі країни, що розвиваються, користуючись тимчасовим зниженням цін на світових ринках, активно нагромаджують запаси благородного металу. Слід зазначити, що на діяльність світових ринків золота впливає подвійний статус цього металу, який будучи цінним стратегічним сировинним товаром, одночасно є реальним резервним і фінансовим активом.

### **СДР – спеціальні права запозичення СДР (Special Drawing Rights)**

В 1969 під сильним тиском Франції МВФ приймає рішення про створення штучної валюти, яка не має національного забарвлення – **спеціальні права запозичення СДР (Special Drawing Rights)**, паперове золото.

- ➔ Першим кроком на шляху до формування нової валютної системи стало створення міжнародних платіжних засобів СДР.
- ➔ Поворотним моментом запровадження СДР стає відмова США від вільного розміну доларів на золото для нерезидентів.
- ➔ Березень 1973 р. – здійснено перехід до плаваючих валютних курсів.
- ➔ Липень 1974 р. – валютний паритет замінено валютним кошиком СДР.
- ➔ Після підписання країнами – членами МВФ – Ямайської угоди (Кінгстон, Ямайка, 1976р.), відповідно до якої було визнано демонетизацію золота, скасовано його офіційну ціну й золотий паритет, було офіційно введено міжнародну розрахункову одиницю **СДР** (так зване “паперове золото” мала стати основою визначення валютних курсів національних валют, та введено режим вільного курсоутворення на базі “плаваючих” валютних курсів – флайтінг).

### **Етапи впровадження СДР**

Ідея була досить хороша, СДР мало витіснити долар з позицій ключової валюти, але момент був вибраний невдало – в США була розгорнута програма Великого суспільства, йшла війна у В'єтнамі, на яку тратились колосальні суми та інше, так що світ і без того був переповнений резервами.

Поява СДР була сприйнята без ентузіазму, що призупинило розвиток фінансових ринків і зокрема операцій з паперовим золотом.

Запровадження СДР – це фактично повернення до старої ідеї Кейнса, яку він висунув ще в 1944 році, перед підписанням Бреттон-Вудської угоди – ідея створення “регульованої валюти”. Але на той час, коли США володіли 2/3 валютних запасів світу, ця ідея була для них неприйнятною.

Зовсім іншою була ситуація кінця 60-х – початку 70-х років, коли було введено СДР: США значною мірою втратили на світовому ринку свої конкурентні позиції, виник дефіцит платіжного балансу, почали розвиватися інфляційні процеси, різко скоротилися запаси золота. Вихід було знайдено у впровадженні “колективної валюти”.

СДР було випущено в обіг з січня 1970 року згідно з рішенням МВФ. Спеціальні права запозичення не мали власної вартості, вона розраховувалась за принципом валютного кошика (див. рис).



### **Методи розрахунку вартості СДР**

СДР мали специфічні функції. СДР можуть використовуватися лише в між-державних розрахунках для покриття дефіцитів платіжних балансів та на деякі інші

цілі шляхом обміну національної валюти країн – учасниць угоди про СДР. Крім того, ці розрахункові засоби могли бути використані для проведення розрахунків із міжнародними банками і країнами, що не є членами МВФ на основі купівлі-продажу СДР.

Формування Кінгстонської валютної системи ще не завершено. Однак уже сьогодні цілком очевидним є той факт, що під прикриттям СДР долар США продовжує зберігати своє провідне становище в системі міжнародних валютних відносин як міжнародний платіжний засіб, нерозмінний на золото.

### **Євро**

З 1958 року Європейське Економічне Співтовариство плекало ідею про запровадження єдиної європейської валюти. Однак, успішне функціонування Європейської валютної системи (ЄВС) створило необхідні передумови для формування валютного союзу. Ідея створення валютно-фінансового союзу прозвучала в доповіді, тодішнього голови Комісії ЄС Жака Делора у 1989 році, який вперше запропонував три етапний, розрахований на кілька років перехід до такого союзу. Стратегічною метою союзу визначалося запровадження єдиної валюти і єдиного центрального банку дванадцяти.

➔ **Перший етап** – розпочався з 1 червня 1990р., коли в більшості країн “Спільного ринку” були зняті обмеження на рух капіталів у межах єдиного внутрішнього ринку.

➔ **Другий етап** – розпочався 1 січня 1994р. При цьому було запроваджено жорсткий обмінний курс європейських валют і створено європейську систему центральних банків (“Єврофед”).

➔ **Третій етап** (1 січня 1997 р.) завершився введенням єдиної валюти – євро, чому передувало заснування єдиного центрального банку, зовсім незалежного від урядів, свого роду “наднаціонального диригента” валютно-фінансової політики всього Співтовариства (згідно з Маастрихтською угодою). За прогнозними даними зона євро повинна притягнути 20% світового доходу. Євро повинно стати противагою долару США та єни як резервна валюта.

### **Етапи переходу до спільної Європейської валютної системи**

У середині грудня 1996 р. лідери ЄС в Мадриді прийняли рішення про перехід з 1 січня 1999 р. на єдину валюту країн ЄС – “євро” (колишнє ЕКЮ), яке втілювалося через попереднє запровадження валюти в безготівковий обіг шляхом заміни розрахунків, що проводилися 15 національними грошовими одиницями однією – в зону євро ввійшли: Німеччина, Фінляндія, Італія, Нідерланди, Бельгія, Люксембург,



Іспанія, Португалія, Австрія, Франція, Ірландія, Великобританія, Данія, Греція і Швеція.

Для впровадження євро необхідно було підготувати ґрунт. Це завдання було покладено на новостворену у липні 1998 року у Франкфурті-на-Майні установу – Європейський центральний банк (до Ради ЄЦБ входять президенти національних центральних банків, президент ЄЦБ, його заступник та ще чотири члени правління).

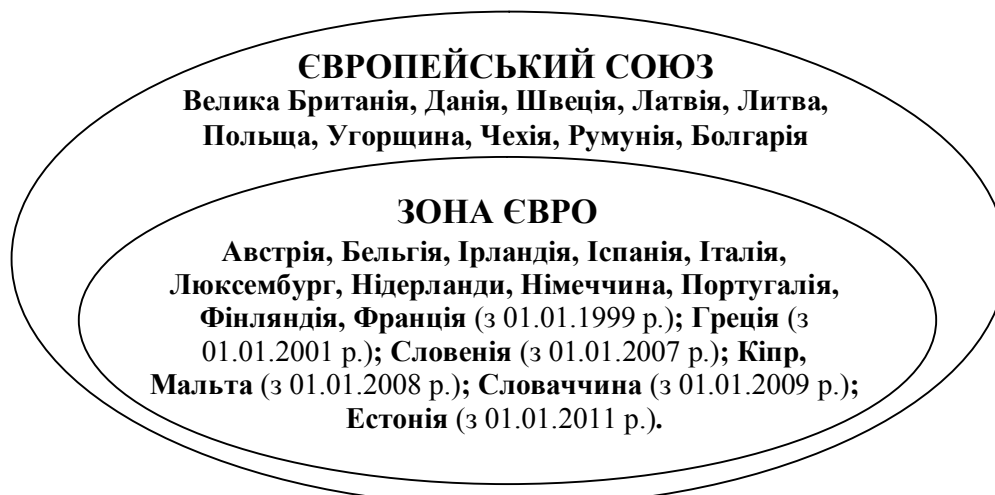


### **Етапи введення євро**

Дбаючи про надійність спільної валюти, країни – члени Європейського Співтовариства поставили жорсткі вимоги щодо фінансово-економічних показників країн, які бажають користуватися євро:

- ➔ **дефіцит бюджету не може перевищувати 3% ВВП;**
- ➔ **сукупний державний борг має становити не більше як 60% від ВВП;**
- ➔ **річна інфляція не може бути вищою середнього рівня інфляції у трьох країнах ЄС із найнижчим рівнем інфляції (приблизно 3 – 3,3%) більш як на 1,5%;**
- ➔ **середнє номінальне значення довгострокових відсоткових ставок не повинно перевищувати 2% від середнього рівня цих ставок трьох країн ЄС із найстабільнішими цінами (приблизно 9%);**
- ➔ **країни, що переходять на нову європейську валюту, мають дотримуватися встановлених меж коливань валютних курсів у діючому механізмі європейських валютних систем.**

До зони євро увійшли наступні країни:



### **Склад країн – учасниць ЄС та зони євро**

Маастрихтська угода передбачила створення потужного організаційного "каркаса" для нової валютно-фінансової системи в Європі та світі. У результаті формування Європейського економічного і валютного союзу та вироблення механізму реалізації спільної валютної політики впродовж 1990-х років утворено інституційну структуру для управління цим союзом – *Європейську систему центральних банків*, яка складається з Європейського центрального банку і національних центральних банків країн ЄС. На Європейську систему центральних банків покладено відповідальність за спільну монетарну політику країн – членів єврозони, здійснення валютних операцій, управління та підтримання валютних резервів, забезпечення безперебійного функціонування платіжної системи, здійснення банківського нагляду. Європейська система центральних банків покликана сприяти здійсненню заходів, змістом яких є зміцнення стабільності фінансової системи ЄС.

Європейська система центральних банків є незалежним інституціональним елементом Європейського економічного і валютного союзу, що проводить незалежну грошово-кредитну політику, основні напрями якої розробляє Європейський центральний банк, а центральні банки країн-учасниць відповідають за її дотримання. Найважливіше завдання грошово-кредитної політики Європейської системи центральних банків – забезпечення стабільності внутрішніх цін у середньостроковому періоді.

Основні завдання, покладені на Європейську систему центральних банків, такі:

- визначення та здійснення валютної політики ЄС;
- проведення операцій з іноземною валютою;
- підтримка та регулювання офіційних іноземних валютних резервів держав-членів;
- сприяння злагодженому функціонуванню системи платежів.

Європейська система центральних банків є надзвичайно важливим компонентом Європейського економічного і валютного союзу. Її рішення і діяльність відіграють важливу роль у реалізації валютної інтеграції та спільної монетарної і валютної політики ЄС. Це, у свою чергу, є важливою умовою довіри до системи економічного регулювання та невід'ємною складовою формування єдиної фінансової політики в рамках ЄС.

### **3. Падіння Бреттон-Вудської системи**

Для підтримки фіксованих обмінних курсів необхідною була скоординована економічна політика. Перш за все було необхідним збалансування обмінних курсів, що було практично неможливим, і тому в кінці 1960-х років долар і єні були недооцінені валютами і стали дефіцитними. У Німеччині і Японії було два шляхи: збільшити пропозицію валюти (девальвація) чи провести ревальвацію. І одне і інше є небажаним. Ревальвація призводить до зменшення експорту, а валютна інтервенція супроводжується інфляцією (інтервенція – сприяє зростанню грошової маси).

*Купуючи іноземну валюту, центральний банк (ЦБ) випишує чек на самого себе: його активи і зобов'язання зростають. Продавець іноземної валюти інкасує чек ЦБ в комерційному банку, а комерційний банк інкасує його в ЦБ. В комерційного банку з'явиться додатковий резерв в ЦБ. Цей резерв можна використати для емісії нових кредитів і грошова маса зростає відповідно до грошового мультиплікатора.*

*Якщо Бундесбанк проведе інтервенцію на валютному ринку і купить \$100 000 по фіксованому курсу  $DM\ 4 = \$\ 1$ , то угода по балансу Бундесбанку буде відображена такими чином:*

<b>Актив</b>	<b>Пасив</b>
+DM 400 000 в іноземній валюті	+DM 400 000 резерви банківської системи

*В результаті дії мультиплікатора грошова маса збільшиться пропорційно грошовій базі. Якщо грошовий мультиплікатор рівний 2.5, то приріст агрегату M1 складе  $2.5 * DM\ 400\ 000 = DM\ 1\ 000\ 000$ . Німецька влада може спробувати прийняти контрміри. Ці міри називаються “стерилізацією”. Одна з форм стерилізації – операції на відкритому ринку, продаж урядових цінних паперів, завдячуючи яким частина грошової маси буде відкачана в державні сховища.*

*Стерилізація, однак, не завжди буває ефективною, тому, інтервенція може спричинити інфляцію. Такі країни, як Німеччина і Японія, панічно бояться інфляції, от через що виникла неузгодженість економічної політики США і цих країн. Німеччина і Японія пропонували США прийняти міри по призупиненні інфляції в Америці. Останні, пропозицію проігнорували.*

Відповідно фіксинги є неприйнятними і це підтверджують процеси, що відбуваються у цей час в США, де (в 60-х роках) дефіцит платіжного балансу призводить до скорочення золотих резервів. Одночасно з цим йшло нарощення зовнішніх боргів країни (сума зобов'язань США в 1970 році вдвоє перевищила золоті резерви, які у них залишилися). Усе це спричинило падіння на початку 1970 р. відсоткових ставок в США і, як наслідок, розпочалась сильна криза долара. За короткий час капітал із США мігрував в Європу.

Постало питання:

## Як довго ще протримається конвертованість долара в золото ?

Через цей факт Бундесбанк (3-5 травня 1971р.) вимушений проводити валютну інтервенцію (сума > 2 млрд.дол.). Доларові резерви ЦБ Швейцарії, на протязі декількох днів, збільшуються на 700 млн.дол. Після припинення інтервенції на валютних ринках Швейцарія і Австрія (09.05.1971р.) ревальвують свої валюти, відповідно на 7.1% та 5.1%. Німеччина і Нідерланди в той самий день оголошують про тимчасове вільне плавання своїх валют. В серпні 1971р. Ніксон оголошує про припинення купівлі золота і вводить десяти процентний податок на імпорт. США цим самим дає зрозуміти, що саме на цю величину треба змінити паритет основних валют світу (ревальвувати).

У 1971–1973 рр. відбулася “ломка” Бреттон-Вудської валютної системи. Початок її, 15 січня 1971 р., поклала заява тодішнього президента США Р.Ніксона про припинення розміну долара на золото та введення “надзвичайних заходів” для врятування валюти.

В Смітсоніанському інституті /Вашингтон/ (17-18.12.1971р.) була спроба зберегти Бреттон-Вудську систему. Ціна золота була піднята до \$38 за унцію, а інтервал відхилень обмінних курсів від паритетів був збільшений до 2.25%. Через деякий час, Бундесбанк у відповідь на такий крок проводить колосальну інтервенцію на суму 5 млрд.дол. Успіху це не приносить, а призводить лише до закриття валютних бірж в Європі і Японії. США, в той самий час, оголошують про девальвацію долара на 10%, але розвинуті країни, незважаючи на цей крок, припиняють підтримку фіксованих паритетів і пускаються у вільне плавання.

Поступово (1973-1974 рр.) США відмінює:

- ➔ **податок на процентний диференціал;**
- ➔ **Програму добровільного обмеження іноземних кредитів;**
- ➔ **дворівневу систему торгівлі золотом.**

Бреттон-Вудська система припиняє своє існування



На зміну Бреттон-Вудській приходять **Кінгстонська (Ямайська) – четверта світова валютна система.**

на зміну Бреттон-Вудській приходять **Кінгстонська (Ямайська) – четверта світова валютна система (січень 1976 р.)** головні положення якої наступні:

- ➔ **кожна країна – член МВФ на свій розсуд може вибирати режим курсу власної валюти (тобто узаконюється режим плаваючих курсів);**
- ➔ **золото перестає бути еталоном вартості в міжнародній валютній системі й відповідно відмінюється його офіційна ціна;**
- ➔ **відбувається процес повної демонетизації золота (виведення золота з внутрішньої сутності грошово-валютних відносин);**
- ➔ **надання права кожній з валют країн – учасниць Кінгстонської системи виконувати роль резервної валюти;**
- ➔ **надання виконавчому органу МВФ – Директорату – широких повноважень для здійснення нагляду за виконанням країнами своїх зобов'язань за угодою.**

#### ***Положення Кінгстонської валютної системи***

### **4. Міжнародний фінансовий ринок**

Після падіння Бреттон-Вудської Системи центральні банки втратили монополію на управління грошовою масою і рухом валюти. 80-і роки стали епохою дерегулювання в монетарній сфері, лібералізації руху капіталу і падіння темпів інфляції. Маржа банків стала більш низькою через зростаючу конкуренцію і неповернення кредитів.

До початку 1990-х рр. коло подій замкнулося: економічний колапс в Східному блоці спричинив сильний попит на капітал, розпочалося нове зростання відсоткових ставок. Світові економічні відносини потребували переходу на якісно новий рівень.

Термін „міжнародні фінансові ринки” стосується різних фінансових установ по всьому світу, з якими співпрацюють багатонаціональні фірми та уряди країн, щоб позичити кошти або ж інвестувати власні надлишкові кошти.

**Міжнародний фінансовий ринок** – це грошові відносини між різними фінансовими установами світу, що складаються в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту і пропозиції на міжнародний позичковий капітал, рух якого втілюється в цінних паперах.

Іншими словами це ринок, де товарами є самі гроші і цінні папери.

Термін “*міжнародні фінансові ринки*” стосується різних фінансових установ по всьому світу, з якими співпрацюють багатонаціональні фірми та уряди країн, щоб позичити кошти або ж інвестувати власні надлишкові кошти.

Мета міжнародного фінансового ринку – акумулювання та ефективно розміщення міжнародних заощаджень у світовій економіці.

Міжнародний фінансовий ринок охоплює різноманітні ринки, котрі складаються з багатьох інститутів. Кожен ринок має справу з певним типом зобов'язань, обслуговує різні інституції.

До фінансових ринків можна віднести:

1) **ринок матеріальних активів та ринок фінансових активів.** Ринки матеріальних активів, що називають також ринками відчутних або реальних активів, мають справу з пшеницею, автомобілями, нерухомістю, комп'ютерами та ін., тоді як фінансові ринки – з частками капіталу (акціями), облігаціями, векселями, заставними та іншими вимогами на реальні активи;

2) **ринки спот; ринки ф'ючерсів.** На першому з них купівля та продаж мають здійснюватися на умовах "спот", тобто протягом декількох днів. На другому – до якоїсь дати в майбутньому. Значення ф'ючерсних ринків, до яких належить ринок опціонів, зростає. *(Операція з опціоном – господарська операція суб'єкта підприємницької діяльності, що передбачає продаж (купівлю) опціону, тобто права придбати (продати) продукцію сезонного виробництва, цінні папери або валютні цінності у будь-який момент протягом визначеного часу, з фіксацією ціни реалізації на дату укладення (придбання) опціону.)*

3) **ринки грошей**, тобто кредитних зобов'язань тривалістю до одного року. Нью-Йоркський ринок грошей є найбільшим у світі. Важливими грошовими ринками є Лондон, Токіо та Париж;

4) **ринки капіталів**, ринки довгострокових кредитних зобов'язань та часток капіталу акціонерних товариств;

5) **ринки іпотек /заставних/** – обертаються позики під житлові будинки, комерційну і промислову нерухомість та під фермерську землю;

6) **ринок споживчого кредиту**, на цих ринках надаються позики на автомобілі та побутові електроприлади, на навчання та відпочинок, тощо;

7) **ринок євровалют** – це міжнародний ринок позичкових капіталів, на якому операції по кредитах і позиках здійснюються у євровалютах – валютах відмінних від валюти країни, в якій знаходяться банки, що проводять ці розрахунки;

8) **міжнародний ринок облігацій (євробонд)** – це ринок, на якому боргові зобов'язання випускаються позичальниками при отриманні довгострокових кредитів на євrorинку.

За сферою поширення виділяють світові, національні, регіональні та місцеві ринки. Основними на міжнародному рівні вважаються два фінансові ринки – євроринок та ринок облігацій.

## 5. Міжнародний ринок позичкових капіталів

**Міжнародний ринок позичкових капіталів** – це система економічних відносин, що забезпечує акумуляцію позичкового капіталу між країнами в залежності від економічних і політичних факторів.

Об'єктивною основою розвитку Міжнародного ринку позичкових капіталів є протиріччя між інтернаціоналізацією господарських зв'язків і обмеженими можливостями національних ринків капіталів.

Ступінь участі національного ринку позичкових капіталів в операціях міжнародного ринку позичкових капіталів залежить від:

- ➔ **економічного стану країни та позиції її валюти;**
- ➔ **наявності розвинутої кредитної системи;**
- ➔ **наявності розвинутого фондового ринку;**
- ➔ **рівня податків;**
- ➔ **наявності пільг для доступу іноземних позичальників;**
- ➔ **наявності пільг для доступу іноземних цінних паперів.**

На сьогодні існує 13 світових фінансових центрів (Нью-Йорк, Франкфурт-на-Майні, Токіо, Лондон, Париж, Люксембург, Цюрих, Сінгапур, Сянган (Гонконг), Арабський фінансовий центр (Бахрейн, Кувейт, ОАЕ), Антильські острови, Багамські острови, Макао.), в котрих сконцентровано більше 800 філіалів та відділень іноземних банків. Деякі з них працюють за принципами "офф-шор".

**Світові фінансові центри** – це центри де кредитні установи здійснюють операції, в основному, з нерезидентами в іноземній для даної країни валюті (такі операції називаються "офф-шор").

Свій єдиний ринок капіталів намагаються створити країни ЄС, але інтеграція ринку капіталів відстає від інтеграції в секторі промисловості, сільського господарства, зовнішньої торгівлі.

*фінансові центри промислово розвинутих країн*

- ➔ **Нью-Йорк** (фінансовий центр на якому домінує іноземний капітал, який є основним першоджерелом євродоларів. З усіх складових Нью-Йоркського фінансового центру основне місце посідає **ринок банківських кредитів**);
- ➔ **Франкфурт-на-Майні** (один з молодих фінансових центрів на якому домінує ринок національних капіталів, які шукають застосування за межами Німеччини, ринок чисто міжнародних капіталів відіграє підлеглу роль. З усіх складових даного фінансового центру основне місце посідає **ринок банківських кредитів та ринок фінансових інструментів**);
- ➔ **Токіо** (на Токійському фінансовому центрі, як і на інших, які виникли на базі вивозу капіталу, спочатку національний ринок капіталу набуває міжнародних функцій і вже в якості другого етапу створюється міжнародний ринок. У цілому Токійський фінансовий центр поки, що виконує, як правило, два завдання: **балансує внутрішній ринок капіталу і згладжує невірноваженість зовнішніх платіжних відносин країни**);
- ➔ **Лондон** (очолює другу групу фінансових центрів промислово розвинених країн, для яких характерним є домінування власне міжнародних елементів над національними. Основні елементи: **ринок золота; валютний ринок; ринок банківських кредитів; фондовий ринок; ринок страхових операцій**);
- ➔ **Париж** (домінування міжнародних елементів над національними відбулося через обмеження прямих капіталовкладень у французьку економіку та жорстке регулювання валютного ринку. Найбільш вагомі складові: **ринок капіталів та ринок золота**);
- ➔ **Люксембург** (типовий приклад світового фінансового центру нового часу. Його поява на світовій арені не пов'язана ні з рівнем розвитку економічного потенціалу країни, ні з ступенем розвитку національної банківської системи. Люксембург немає свого ЦБ. Основні переваги: **цілком сприятливий податковий режим** (не сплачуються податки на доходи за процентами та дивідендами, не стягуються податки з доходу по єврооблігаціях); **рух капіталу звільнений від національного контролю**);
- ➔ **Цюріх** (як фінансовий центр займає ведуче положення у світі в якості **валютного ринку і джерел міжнародних капіталів** для довгострокових вкладень. Як **ринок золота** (в основному приватний) ділить пер-шість з Лондоном. Тут розвинений також **національний ринок капіталу**, який експортується у багато країн світу. Великий центр по **реекспорту капіталу**);



фінансові центри країн, що розвиваються

- ➔ **Сінгапур** (як світовий фінансовий центр почав формуватися у 1965 році, після отримання країною незалежності. Фактори, що сприяли цьому: вигідне географічне положення на шляхах регіональної і світової торгівлі; хороши телефонно-телеграфний зв'язок з Лондоном та іншими містами; пільговий податковий режим. Сінгапур став центром найбільших і найсильніших банків світу; стрімко розвивається ринок золота, валютний ринок, ринок банківських кредитів);
- ➔ **Сянган (Гонконг)** (вирішальний вплив на формування Гонконгу, як світового фінансового центру, мала давня ключова позиція найважливішого пункту колоніальної і міжнародної торгівлі Англії та основних "воріт" зовнішньоекономічних відносин КНР з економічно розвиненими країнами. Гонконг є одним із торгівельних фінансових центрів цілого Азійсько-Тихоокеанського регіону (АТР), який тісно пов'язаний з Китаєм. Сянган є важливою ланкою: міжнародного ринку капіталу; валютного ринку; ринку золота, а також має суттєву особливість – спекулятивна направленість операцій);
- ➔ **Арабський фінансовий центр (Бахрейн, Кувейт, ОАЕ)** (на цей час проходить динамічне формування даного фінансового центру, так як стрімке зростання доходів нафтодобувних країн перетворило Арабський Схід лише у джерело капіталів, які не знаходять свого застосування в арабських країнах. Проблеми формування: недостатньо розвинена інфраструктура; надмірна централізованість капіталу; вузька направленість – вивіз нафти та ввіз споживчих товарів);
- ➔ **Антильські острови, Багамські острови, Макао** (формуються як світові фінансові центри з ставкою на операції типу "офф-шор").

З інституційної точки зору **світовий ринок позичкових капіталів** – це сукупність інститутів (фірм, банків, фондових бірж, міжнародних та регіональних валютно-кредитних організацій), через котрі здійснюється рух позичкових капіталів у сфері міжнародних економічних відносин.

Панівне місце на ринку позичкових капіталів займають транснаціональні банки, що являють собою гігантські міжнародні кредитно-фінансові комплекси універсального типу, які мають за кордоном мережу філіалів, котрі здійснюють операції в багатьох країнах, у різних сферах та валютах. Для спільного розміщення великих позик та розподілу ризику вони організовують міжнародні банківські консорціуми.

З функціональної точки зору, **світовий ринок капіталів** – це система ринкового капіталу з метою забезпечення розширеного суспільного відтворення.

Схематично міжнародний ринок позичкових капіталів з його секторами можна зобразити так:



Світовий ринок позичкових капіталів поділяється на такі сектори:

*світовий грошовий ринок* (в основному, міжбанківські операції строком від одного дня до одного року);

*ринок євровалют* (депозитно-позичкові операції в іноземних валютах за межами країн-емітентів цих валют), а тому широкого розповсюдження набули валютні рахунки в умовах перенасиченості ринку доларами США. Це призвело до росту вкладів у різних європейських валютах. За рахунок цих вкладів євробанки видають єврокредити на різні строки. До 70-80 відсотків ринку євровалют займає ринок євродоларів, з допомогою котрого йде переміщення позичкових капіталів між країнами; ринок єврокредитів (від 1 до 10 та більше років);

*світовий фінансовий ринок* (емісія та розміщення цінних паперів терміном на 7-15 р.), що виник у 70-х рр. в європейській частині у вигляді ринку єврооблігацій – облігацій у доларах, СДР, євро, та ін. валютах.

Операції на світовому ринку позичкових капіталів оформляються у вигляді векселів, банківських акцептів, депозитних сертифікатів, облігацій, євронот,

кредитних гарантій тощо. Єврокредити доступні лише першокласним позичальникам. Процентні ставки по цих кредитах відносно самостійні щодо національних ринків.

Основними джерелами ресурсів для середньо- і довгострокових операцій з євровалютами є ринок євродепозитів (з терміном від одного до п'яти років). Суб'єктами угод на цьому ринку виступає декілька тисяч банків і фірм. Валютні кошти надаються транснаціональними монополіями, урядами, банками, національними, державними і приватними компаніями. В останні роки одержало розвиток і таке джерело ресурсів, як депозитні сертифікати, репрезентуючи собою вид цінних паперів, які видаються банками-емітентами на валютні кошти, які належать інвесторам, зберігаються на євродепозитних рахунках. Термін дії сертифікатів – від одного місяця до п'яти років. Вони мають вільний характер використання, що є привабливим для дебіторів.

Найбільш широко використовується форма середньо- і довгострокового кредитування – єврокредити. Ринок єврокредитів складається із ринків так званих "прямих і консорційних єврокредитів". Якщо "прямі" єврокредити надаються на принципах "банк-банку" або "банк-небанківському позичальнику", то консорційні кредити – з використанням механізму міжнародних банківських консорціумів, коли на стороні кредиторів виступає група банківських установ різних країн.

Характерною рисою консорціальних єврокредитів є те, що позичальник залучає валютні кошти у формі фінансового кредиту, який не зв'язується з використанням цих коштів на конкретну ціль.

Мінімальний термін єврокредитів за практикою, яка склалася, 1 рік, максимальний – 20 років.

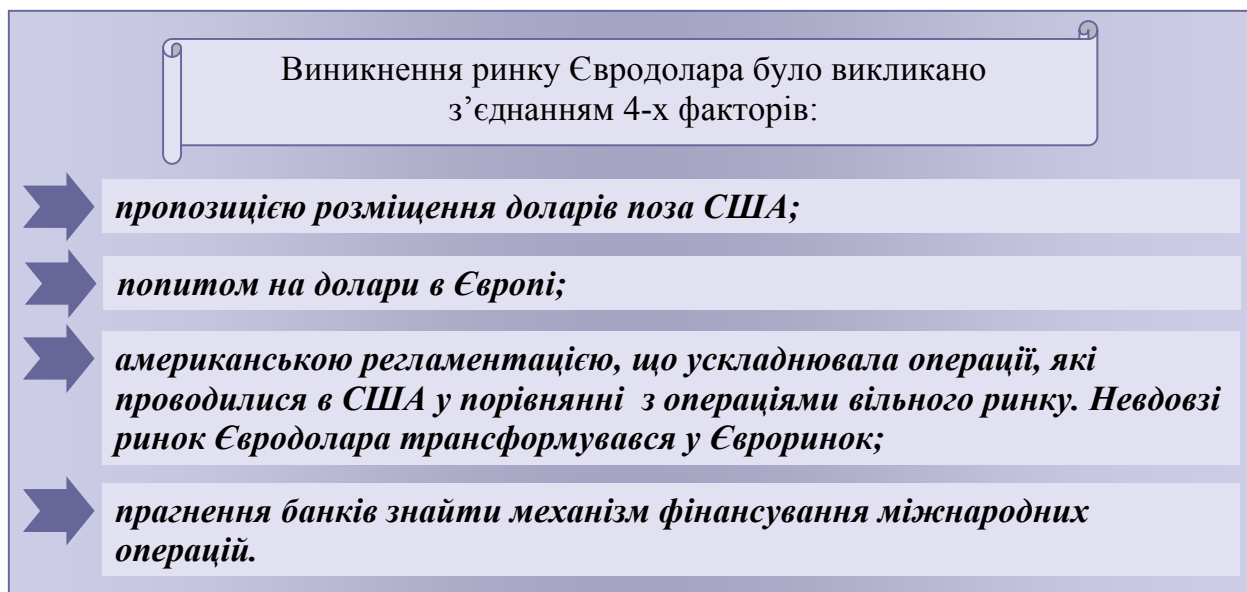
Меншими за обсягом операцій виступають єврооблігаційні позички, тобто операції по випуску і розміщенню цінних паперів в рамках механізму єврооблігаційного ринку.

Цьому ринку притаманна відсутність механізму міжнародного регулювання, швидкість переливу капіталів. Валютами єврооблігаційних позичок переважно виступають національні грошові одиниці західноєвропейських країн – євро.

## ***6. Євроринок: суть, структура, принципи функціонування, специфіка операцій***

До кінця 50-х років міжнародний рух капіталів був дуже обмеженим. З провідних промислово розвинених країн лише США мали позитивне сальдо національних збережень, що могло в неповному обсязі задовільнити попит у фінансуванні іноземних країн, оскільки, відбудова економік європейських країн та Японії й розвиток країн "третього світу" передбачали повернення до зовнішніх джерел фінансування. Поряд із цим, холодна війна звела майже нанівець торгівлю з країнами із централізованою економікою, що стало причиною обмеженості та однонаправле-

ності руху міжнародних капіталів, причому США відігравали основну роль у забезпеченні фінансування. Потреби підприємств, інвесторів і навіть деяких країн Європи в капіталі спричинили появу в кінці 50-х років у Західній Європі ринку Євродолара.



### ***Фактори виникнення ринку Євродолара***

Аналізуючи сьогоденний стан світового ринку, можна чітко відслідкувати вододіл в межах країн Великої Сімки (G7). Так, наприклад, монетарна політика США з лютого 1994 року спрямована на збільшення банківських процентних ставок як попереджувальний протиінфляційний захід, у той час як центральні банки західноєвропейських країн, слідом за Bundesbankom, знижують свої облікові ставки. Цьому питанню велика увага була приділена у Вашингтоні (1994 року). Саме на цій зустрічі було поставлено дещо несподіване запитання: чи керовані фінансові ринки? Наскільки принциповим може бути вплив центральних банків та урядів країн на хід процесів на фінансових ринках? Глибокий аналіз процесів, які відбуваються на фінансових ринках світу дає можливість зрозуміти декілька конструктивних причин-штрихів. Відносна самостійність глобального фінансового ринку - це лише один бік цієї справи. Глобальний вплив промислово розвинених країн потроху, але неухильно зменшується. Сучасні наукоємні галузі виробництва мало прив'язані до природних ресурсів чи однієї якоїсь країни. Окрім того, нові індустріальні країни з початку 90-х років розвивалися із середньою динамікою 4% на рік, у той час як майже усі країни Великої Сімки боролися з економічним спадом. За даними експертів Світового Банку тенденція швидкого розвитку нових індустріальних країн, принаймі у наступні 10 років, становили близько 4,8% на рік, у той час як для високорозвинених країн цей показник становитиме лише 2,8%, що, у свою чергу, спричинить зменшення питомої ваги сучасних економічних лідерів.

Ще одна тенденція – це всезростаючий вплив фінансових систем країн, що розвиваються, на стан світового фінансового ринку. Виконавчий директор Міжнародного Валютного Фонду (МВФ) Мішель Камдесю (Michel Camdessus) на зустрічі у Вашингтоні в рамках весняної сесії керівних органів МВФ та Світового Банку /1994/, зауважив, що близько 20 країн, що розвиваються, з боржників перетворилися на потенційних вкладників міжнародних фінансових організацій.

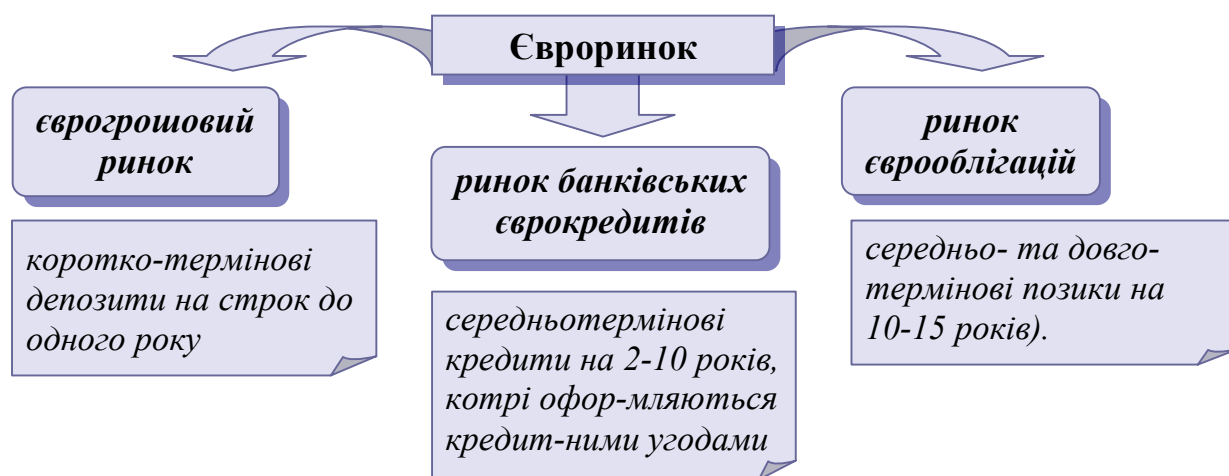
Окрім того, нові промислові країни Південно-Східної Азії є і новими фінансовими центрами цього регіону.

**Євроринок** – міжнародний ринок позичкових капіталів, на якому операції по кредитах і позиках здійснюються у євровалютах – валютах відмінних від валюти країни, в якій знаходяться банки, що проводять ці розрахунки.

Як і в кожній кредитній угоді, на Євроринку виступають дві сторони – **позичальник** та **кредитор**.

Позичальниками переважно виступають ТНК, що потребують кредитів для фінансування капітальних вкладень у різних країнах, а також держави, котрі мають дефіцитні платіжні баланси. Кредиторами є приватні комерційні банки, що здійснюють міжнародні кредитні операції в іноземних валютах (євровалютах).

Євроринок включає ряд секторів (див. рис.).



**Структура Євроринку**

Євроринок представлений чисельною групою (близько 500) великих та середніх комерційних банків, що знаходяться в основних фінансових центрах Західної Європи (Лондон, Париж, Цюрих, Люксембург тощо), а також таких країн, де законодавство не обмежує права банків на проведення операцій в іноземних валютах з нерезидентами. Оскільки США у 1981р. оголосили Нью-Йорк так званою вільною банківською зоною, де кредитні операції місцевих банків з нерезидентами подібні за своїм режимом з євровалютними операціями, можна говорити про те, що фактично євроринок поширився і на територію Сполучених Штатів Америки.

До пільг, що надаються при здійсненні операцій на євrorинку відносяться:

- ➔ **діяльність євrorинку не піддається державному контролю;**
- ➔ **на євровалютні операції банків не поширюються правила та обмеження, що регламентують їх діяльність на національних ринках позичкових капіталів;**
- ➔ **звільнення банків від необхідності резервувати частину кредитних ресурсів у центральному банку, якщо вони залучені з євrorинку;**
- ➔ **звільнення процентів по євровалютних вкладах від податків.**

Зазначених вище пільг комерційні банки не мають на ринках національних валют. Тому для банків операції на євrorинку значно вигідніші, ніж на національному, а тому вони можуть собі дозволити меншу маржу по кредитах у євровалютах. Усе це стимулює високі темпи розвитку євrorинку, однак утруднює вплив урядів на національні грошово-кредитні системи своїх країн, дещо дезорганізує ці системи. Це викликає необхідність вводити контроль за операціями національних банків на євrorинку.

Євrorинки сьогодні – це постійні джерела фінансових інновацій, що набули значних розмірів у масштабі світової економіки. І в нинішніх умовах підвищення активності на фінансових ринках Європи привело сюди американський капітал. Банки США принесли нові моделі комплексних фінансових інструментів, які передбачають брокерські послуги, управління інвестованим капіталом та ін. в межах однієї фінансової установи. Поряд із позитивною стороною цієї справи, європейські банки припустилися, на перший погляд, незначної, але дуже вагомої помилки – вони недооцінили загрозу з боку фінансових установ США. Одним із провідних менеджерів європейського відділення Goldman Sachs висловився, що для них "фінансовий ринок Європи був головним", оскільки тут вони одержували значну частину своїх прибутків і вирішили розширити обсяг своїх операцій в Європі.

Окрім того, як говорить виконавчий директор лондонського відділення банку Deutsche Morgan Stanley: "Великої ваги набуває і той факт, що в США фінансові установи краще забезпечені спеціалістами в галузі фінансів".

## **7. Валютний ринок**

Валютний ринок – це механізм, за допомогою якого встановлюються правові та економічні взаємовідносини між споживачами і продавцями валют, система сталих і водночас різноманітних економічних та організаційних відносин між учасниками міжнародних розрахунків з приводу валютних операцій, зовнішньої торгівлі, надання фінансових послуг, здійснення інвестицій та інших видів діяльності, які вимагають обміну і використання різних іноземних валют. Стрижнем валютних операцій, що

здійснюються на валютному ринку, є валютний курс, рівень якого постійно коливається під впливом попиту й пропозиції учасників цих операцій.

*Валютна біржа є організаційно оформленим регулярним валютним ринком, на якому відбувається торгівля валютою на основі попиту і пропозиції. Членами валютної біржі в Україні можуть бути комерційні банки, яким видані ліцензії на проведення валютних операцій, а також фінансові установи, яким чинним законодавством надане право на їх проведення. Як самостійна структура вона широко функціонувала ще в період домонополістичного капіталізму. У сучасний період у розвинених країнах операції з іноземною валютою зосереджені переважно у великих банках. Лише в деяких країнах збереглися валютні біржі як самостійні структури (наприклад, у Німеччині, Франції).*

Головними суб'єктами валютного ринку виступають великі транснаціональні корпорації та банки (ТНК, ТНД). Залежно від обсягу, характеру операцій і кількості використаних валют розрізняють світові, національні та регіональні валютні ринки.

Попит на іноземну валюту пов'язаний із залежністю національної економіки від імпорту та обумовлений її конвертованістю. Конвертованість – це гарантована можливість грошової одиниці вільно обмінюватись на інші валюти. При повній конвертованості національної валюти кожна юридична і фізична особа може вільно брати участь у зовнішньоекономічній діяльності, продавати, купувати та обмінювати національну валюту на іноземну за певними курсами без будь-яких обмежень або прямого втручання держави.

Чим нижче рівень конвертації національної валюти, тим більше валютний ринок підпорядкований державному регулюванню (перш за все, встановленню фіксованого курсу національної валюти щодо інших валют). Основними формами валютних операцій щодо забезпечення міжнародних розрахунків є негайна поставка – “спот”, поставка через певний період – “форвард”, обов'язкові поставки – “аутрайт” і з правом відмови – “опціон”. Підтримуються ці стосунки через мережу супутникового моніторингу, телетайпного та телефонного зв'язку, який об'єднує практично весь світ. Навіть строкові валютні угоди укладаються за допомогою телефону або телексу і лише пізніше підтверджуються письмово.

Валютний ринок України на всіх своїх організаційних сегментах (біржовому, позабіржовому та готівковому) має розвивати власну інфраструктуру шляхом “диверсифікованого” проникнення в усі регіони країни та створення реально функціонуючих регіональних валютних ринків з метою запобігання розвитку тіньового валютного ринку та зменшення числа жертв махінацій, що характерні для даного сегмента валютного ринку.

#### **Базові операції валютного ринку:**

*Валютний курс – це ціна грошової одиниці однієї країни, виражена в грошових одиницях іншої країни.* Валютний курс дуже рухливий і встановлюється з урахуванням купівельної спроможності валют. Діяльність валютних ринків та

спекулятивні валютні операції завжди мають сильний кон'юнктурний вплив на валютний курс.

У банківській практиці прийняті наступні позначення курсів валют: наприклад, курс долара США до євро позначають  $USD/EUR = 0,9091$ . У даному позначенні ліворуч ставиться база котировки (базова валюта), праворуч – валюта котировки (валюта, що котирується). Такий запис означає „кількість валюти, що котирується за одиницю базової валюти” (у даному випадку 0,9091 євро за один американський долар). Котировка курсів спот буває прямою і непрямю.

Різниця між правою та лівою стороною котировки (купівлею та продажем) називається *спред* (spread) або *маржа* (margin) і служить основою для отримання прибутку за протилежними угодами з клієнтами.

### **Визначення крос-курсу валют**

**Крос-курс** – співвідношення між курсами двох валют щодо третьої.

**Наприклад**, необхідно знайти крос-курс євро та швейцарського франка –  $EUR/CHF$  (через долар США). Застосовуючи правило дробів шляхом використання прямих доларових курсів, євро і швейцарського франка:

$$EUR/CHF = \frac{USD/CHF}{USD/EUR}, \text{ якщо } USD/CHF = 1,2810, \text{ а } USD/EUR = 0,9091, \text{ то крос курс}$$

$EUR/CHF$  складе  $1,2810 / 0,9091 = 1,4091$  з округленням до пункту.

Таким чином, якщо долар США є базою котировки для обох валют, то для знаходження їх крос-курсу слід розділити доларові курси цих валют.

У випадку розрахунку крос-курсу для валют з прямою і непрямю котировкою, де долар є базою котировки для однієї з валют їх курси необхідно перемножити.

Розрахунок крос-курсу для валют з непрямыми котировками до долара США, де долар є валютою котировки для обох валют, то для знаходження їх крос-курсу необхідно поділити доларові курси цих валют.

### **Операції спот**

Різниця між двома групами конверсійних операцій полягає в даті валютування. У міжнародній практиці прийнято, що поточні конверсійні операції здійснюються на умовах спот, тобто з датою валютування на 2-й робочий день після дня укладання угоди. Міжнародний ринок поточних конверсійних операцій називається спот-ринком.

**Спот-курс** – ціна валюти однієї країни, виражена у валюті іншої країни, спот (англ. spot – готівкова) є угодою купівлі-продажу валюти за курсом, зафіксованим в угоді, відповідно до якої обмін валют між банками-контрагентами проводиться, як правило, впродовж 2-х робочих днів, не враховуючи дня укладення угоди.





## ***Тема 4. Грошовий ринок та ринок капіталів***

### ***1. Грошовий ринок***

**Грошовий ринок** як сегмент фінансового ринку, на якому здійснюються короткострокові депозитно-позичкові операції (на термін до 1 року), обслуговує рух оборотних коштів підприємств та організацій, короткострокових коштів банків, установ, громадських організацій, держави та населення. Об'єктом купівлі-продажу на грошовому ринку є тимчасово вільні грошові кошти. Грошовий ринок включений до складу елементів фінансового ринку в зв'язку з тим, що пов'язаний з такими об'єктами фінансового інвестування, як депозитні внески – термінові і до запитання. Крім того, яскраво виражені інфляційні процеси в нашій країні зробили об'єктом інвестування на цьому ринку вільноконвертовану валюту ряду країн (у першу чергу, країн із найменшими темпами інфляції).

Функціонування цього короткострокового сектора фінансового ринку дозволяє підприємствам вирішувати проблеми як поповнення недостатності грошових активів для забезпечення поточної платоспроможності, так і ефективного використання їх тимчасово вільного залишку. Фінансові активи, що обертаються на ринку грошей, є найбільш ліквідними; для них характерний найменший рівень фінансового ризику, а система формування цін на цьому ринку є відносно простою. Ці властивості забезпечують підприємству більш простий та ефективний процес формування і управління портфелем короткострокових фінансових інструментів.

Інструментами грошового ринку служать скарбницькі та комерційні векселі, депозитні сертифікати, банківські акцепти тощо. Ціною "товару", що продається і купується на ринку, є позичковий процент. Важливий елемент усієї грошово-кредитної політики держави – визначення та регулювання на грошовому ринку рівня процента, що є базовим для процента на фінансовому ринку.

Як показує світовий досвід, основними (класичними) суб'єктами грошового ринку виступають комерційні банки, брокерські контори, дисконтні компанії та інші фінансово-кредитні інститути, які мобілізують і перерозподіляють грошові кошти підприємств, банків, населення, установ.

Згідно з українським законодавством, банк – юридична особа, яка на підставі ліцензії Національного банку України здійснює діяльність щодо залучення вкладів від

фізичних та юридичних осіб, ведення рахунків і надання кредитів на власних умовах. Кредитор останньої інстанції – це, як правило, Національний банк України, до якого може звернутися банк або інша кредитна установа для отримання кредитів для рефінансування у випадку вичерпання інших можливостей. Національний банк України має право, але не зобов'язаний надавати кредити для рефінансування банку, якщо це не тягне за собою ризиків для банківської системи.

Діяльність банківських установ багатогранна, їх функції постійно поширюються, охоплюють практично всі сфери життя суспільства. Вони відіграють вирішальну ролі у трансформаційній функції. Досить вагома їх роль і у функції створення нових грошей, у поповненні та регулюванні грошової маси. Менш вагома їх роль у функції забезпечення сталості банківської діяльності та грошовому ринку, оскільки гонитва за високими прибутками підштовхує їх до найбільш ризикованих операцій. Тому в цій функції визначальна роль належить центральному банку, проте не варто недооцінювати роль самих банківських установ.

Свої функції банки реалізують через виконання певного набору операцій. Залежно від економічного змісту всі види діяльності комерційних банків прийнято поділяти на три групи:

- пасивні операції;
- активні операції;
- послуги.

**Пасивні операції** забезпечують формування ресурсів банку, необхідних йому понад власний капітал для забезпечення нормальної діяльності, ліквідності та одержання запланованого доходу. Сформовані у результаті пасивних операцій кошти становлять переважну частину всіх ресурсів банків, що визначає важливу роль цих операцій в їх діяльності.

**Активні операції** – це розміщення банками власних та залучених коштів з метою одержання доходу та забезпечення своєї ліквідності.

До активних операцій належать:

- операції з надання кредитів;
- вкладення в цінні папери;
- формування касових залишків та резервів;
- формування інших активів (формування основних засобів – будівель, обладнання тощо).

Кредитні операції здійснюються у формі надання позичок під зобов'язання позичальників повернути кошти та сплатити проценти у встановлені строки. Це основний вид активних операцій, вони забезпечують переважну частину доходів багатьох банків. *Позички банків* – важливе джерело грошових коштів для бізнесового і споживчого секторів економіки.

Крім операцій, пов'язаних з формуванням банківських пасивів і розміщенням коштів у активи, банки займаються багатьма іншими видами діяльності, які об'єднують в окрему групу, що дістала назву банківських послуг.

Характерною ознакою **банківських послуг** є те, що для їх надання банкам не потрібні додаткові ресурси. Свою діяльність з надання послуг банки здійснюють, як правило, в процесі виконання звичайних пасивних і активних операцій. Єдине, що для цього додатково потрібно, – це високий професійний потенціал працівників банків та високі банківські технології. Доходи від послуг банки одержують не у вигляді процентів, а у формі комісійних виплат. Банківські послуги – надзвичайно дохідний, майже безризиковий вид діяльності. Тому він швидко розвивається. Комерційні банки приймають і розміщують грошові вклади, здійснюють розрахунки за дорученням клієнтів та банків-кореспондентів і проводять їх касове обслуговування. Крім того, вони можуть виконувати всі або деякі з наступних операцій:

- ведення рахунків клієнтів і банків-кореспондентів;
- фінансування капітальних вкладень за дорученням власників або розпорядників інвестиційних коштів;
- випуск платіжних документів та інших цінних паперів (чеків, акредитивів, векселів, акцій, облігацій тощо);
- купівля, продаж і збереження державних платіжних документів, інших цінних паперів;
- видача доручень, гарантій, інших зобов'язань за третіх осіб, які передбачають їх виконання у грошовій формі;
- придбання права вимоги з постачання товарів і надання послуг, прийняття на себе ризику виконання таких вимог та інкасація цих вимог (факторинг);
- купівля в організацій і громадян та продаж їм іноземної валюти;
- купівля і продаж у держави та за кордоном дорогоцінних металів, природного дорогоцінного каміння, а також виробів з нього;
- довірчі операції (залучення і розміщення коштів, управління цінними паперами та ін.) за дорученням клієнтів;
- надання консультаційних послуг, пов'язаних з банківською діяльністю.

Банківські установи зобов'язані виконувати операції за касовим виконанням бюджету за дорученням центрального банку. Їм забороняється вести діяльність у сфері матеріального виробництва і торгівлі матеріальними цінностями, а також проводити всі види страхування.

## ***2. Ринок капіталу***

**Ринок капіталу** – це частина фінансового ринку, де формується попит і пропозиція на середньостроковий та довгостроковий позичковий капітал виконує наступні функції. По-перше, об'єднує дрібні, розрізнені грошові заощадження

населення, державних підрозділів, приватного бізнесу, зарубіжних інвесторів і створює великі грошові фонди. По-друге, трансформує грошові кошти в позичковий капітал, що забезпечує зовнішні джерела фінансування матеріального виробництва національної економіки. По-третє, надає позики державним органам і населенню для вирішення таких важливих завдань, як покриття бюджетного дефіциту, фінансування частини житлового будівництва тощо. Кредитний ринок дозволяє здійснити накопичення, рух, розподіл і перерозподіл позичкового капіталу між сферами економіки.

**Кредитний ринок** – це механізм, за допомогою якого встановлюються взаємозв'язки між підприємствами і громадянами, що потребують грошових коштів, та організаціями і громадянами, що можуть їх надати (позичити) на певних умовах. У той же час кредитний ринок – це синтез ринків різних платіжних засобів. У країнах з розвинутою ринковою економікою кредитні угоди опосередковуються, по-перше, кредитними інститутами (комерційними банками або іншими установами), які беруть у борг і надають позики, і, по-друге, інвестиційними або аналогічними організаціями, які забезпечують випуск і рух різних боргових зобов'язань, що реалізуються на особливому ринку цінних паперів.

Функціонування ринку капіталу дозволяє підприємствам вирішувати проблеми як формування інвестиційних ресурсів для реалізації реальних інвестиційних проєктів, так і ефективного фінансового інвестування (здійснення довгострокових фінансових вкладень). Фінансові активи, що обертаються на ринку капіталу, як правило, менш ліквідні; для них характерний найбільший рівень фінансового ризику і відповідно більш високий рівень доходності.

Слід відмітити, що такий традиційний поділ фінансових ринків на ринок грошей і ринок капіталів у сучасних умовах їх функціонування носить дещо умовний характер. Ця умовність визначається тим, що сучасні ринкові фінансові технології та умови емітування багатьох фінансових інструментів передбачають відносно простий і швидкий спосіб трансформації окремих короткострокових фінансових активів у довгострокові та навпаки.

Характеризуючи окремі види фінансових ринків за обома вищезгаданими ознаками, слід відмітити, що ці види ринків тісно взаємопов'язані і функціонують в одному ринковому просторі. Так, всі види ринків, які обслуговують обіг різних за спрямованістю фінансових активів (інструментів, послуг), є одночасно складовою частиною як ринку грошей, так і ринку капіталів.

### **3. Інструменти ринку грошей та капіталів**

**Ринок грошей** – це фінансовий ринок, на якому купуються і продаються короткострокові боргові інструменти строком погашення до 1 року.

**Ринок капіталів** – це такий ринок, на якому купуються та продаються довгострокові (строк погашення яких більше 1 року) боргові зобов'язання та акції.

Цінні папери грошового ринку, звичайно, купуються і продаються швидше, ніж довгострокові ЦП, і тому ліквідніші. Крім того, короткострокові цінні папери характеризуються меншими коливаннями цін, ніж довгострокові, що робить їх безпечнішими за інвестиції. Як наслідок, корпорації і банки активніше використовують цей ринок для вилучення проценту на тимчасово вільні надлишкові кошти. Цінні папери ринку капіталів, такі, як акції або довгострокові облігації, часто купують фінансові посередники (наприклад, страхові компанії або пенсійні фонди), які мають деяку визначеність щодо суми коштів, що будуть досяжні для них в майбутньому.

На грошовому ринку розрізняють кілька видів відсотків: облігаційний, банківський, обліковий, міжбанківський ...

**Гроші** – це специфічний товар попит на який визначається як платоспроможна потреба або сума грошей, яку покупці можуть і мають намір заплатити за необхідні для них товари та послуги. (часто буває так, що самим товаром і виступають ті ж самі гроші).

Попит на гроші формується з таких складових:

- попит на гроші як засоби обігу (діловий, операційний або попит на гроші для здійснення угод);
- попит на гроші як засоби збереження вартості (попит на гроші як активи, попит на запасну вартість, або спекулятивний попит).

Чим вищий рівень прибутку в суспільстві, тим більше укладається договорів; чим вищий рівень цін, тим більше необхідно грошей для укладення угод у межах національної економіки.

Грошовий ринок слід розглядати як механізм відносин між юридичними особами, які потребують коштів для розвитку, з одного боку, і організаціями та громадянами, які можуть надати такі кошти – з другого.

Цей ринок поєднує три головні складові: обліковий, міжбанківський і валютний ринки. Усі вони виконують декілька основних функцій, в чому і полягає їхня схожість:

- об'єднання дрібних заощаджень населення, держави, бізнесу, інвесторів та створення потужних грошових фондів;
- трансформація цих коштів у позиковий капітал, що забезпечує зовнішні джерела фінансування підприємств;
- спрямування частини коштів на міжбанківський ринок, що забезпечує стійкість кредитної системи, а також процес розширеного відтворення через видачу опосередкованих позик;

- надання позик державним органам для вирішення невідкладних завдань, покриття дефіциту бюджету.

Таким чином, грошовий ринок дає змогу здійснити накопичення, оборот, розподіл і перерозподіл грошового капіталу між сферами національної економіки. Водночас це – синтез ринків різних засобів платежу.

**Обліковий ринок** – частина грошового ринку, де короткострокові грошові ресурси перерозподіляються між кредитними інститутами шляхом купівлі-продажу векселів і цінних паперів з термінами погашення, як правило, до одного року.

**Міжбанківський ринок** – частина фінансового ринку, де тимчасово вільні грошові ресурси кредитних установ залучаються і розміщуються банками між собою переважно у формі міжбанківських депозитів на короткі терміни.

### **Інструменти ринку грошей**

Внаслідок короткого строку погашення, боргові інструменти, якими торгують на ринку грошей, зазнають найменших коливань цін, і тому вони – найменш ризикові інструменти.

#### **Векселі Державної скарбниці**

*Векселі Державної скарбниці* – короткострокові боргові інструменти уряду, випущені з три-, шести- та дванадцяти місячним строком погашення. Вони дають певну суму при інкасуванні, оскільки, хоча і не приносять доходу у вигляді відсотків, зате продаються з дисконтом.

#### **Депозитні сертифікати**

*Депозитні сертифікати* є борговим інструментом, який продається банками вкладникам, і по ньому виплачується щорічний процент певного розміру, а при погашенні повертається вихідна ціна купівлі.

*Онкольний кредит* – короткостроковий кредит, який погашається на першу вимогу.

*Вексельний кредит* – видача позики до запитання під забезпечення векселя.

#### **Комерційні папери**

*Комерційні папери* – це короткострокові боргові інструменти, які випускаються великими банками та добре відомими корпораціями.

#### **Банківські акцепти**

*Банківські акцепти* – це інструменти грошового ринку які створюються в ході здійснення міжнародної торгівлі. *Банківський акцепт* – це вексель на банк, що випущений фірмою, яка оплатить його на певну дату в майбутньому і гарантується за певну винагороду банком, який акцептував його.

#### **Чек**

*Чек* – складений за встановленою формою документ, який містить письмовий наказ власника рахунку свому банку заплатити певну суму грошей чекотримачу.

## **Угоди про зворотній викуп (РЕПО)**

*Угоди про зворотній викуп* є ефективними короткостроковими позичками (звичайно зі строком погашення меншим, ніж два тижні), в яких векселі Державної скарбниці, ОВДП, ОЗДП служать як заставні - актив, який кредитор отримає, якщо позичальник не поверне позичку.

## **Резервні фонди**

*Резервні фонди* – це нічні позички типу "overnight" банків один одному їхніх коштів, що містяться у резервній системі. Призначення “резервних фондів” полягає в тому, що ці позички надаються банками один одному. Цей ринок дуже чутливий до кредитних потреб банків, так що процентна ставка по цих позичках є барометром стану кредитних ринків у банківській системі.

## **Євродолари**

Долари США, що вкладені в іноземних банках поза Сполученими Штатами або в зарубіжних філіалах банків США, називаються *євродоларами*.

## **Інструменти ринку капіталів**

Інструменти ринку капіталів – це акції та боргові інструменти зі строком погашення понад один рік. Вони мають далеко ширше коливання цін, ніж інструменти ринку грошей і розглядаються, як досить ризиковані інвестиції.

## **Акція**

*Акція* – це вимога на чистий дохід та активи компанії. Вартість випущених в обіг акцій перевищує вартість будь-якого іншого виду цінних паперів на ринку капіталів.

## **Заставні**

*Заставні* – це надані позички індивідам або діловим фірмам для купівлі будинків, землі чи інших реальних будов та споруд, де будова або земля служать як застава під позичку. Ринок заставних є найбільшим борговим ринком.

## **Облігації**

*Довгострокові облігації* випускаються корпораціями з дуже високим кредитним рейтингом. Типова облігація корпорації приносить її власнику процентний дохід двічі на рік з виплатою номінальної вартості при настанні строку погашення облігації. Окремі облігації корпорацій, що їх називають *конвертованими облігаціями*, також мають ще додаткову властивість, яка дозволяє власнику облігації перетворити її у заздалегідь визначену кількість акцій у будь-який час до закінчення строку погашення облігації.

## **Цінні папери уряду**

Ці довгострокові боргові інструменти випускаються Державною скарбницею для фінансування дефіциту бюджету. Оскільки вони є найширше застосовуваним видом облігацій, вони є найліквіднішими цінними паперами, якими торгують на ринку капіталів.

## Муніципальні облігації

Муніципальні облігації є довгостроковими інструментами, що випускаються місцевими урядами для фінансування видатків на школи, дороги і т.д. Важлива риса цих облігацій полягає в тому, що процентні платежі по них звільнені від оподаткування всіма видами податків регіону-емітента.

## Споживчі та банківські комерційні позики

Це позики споживачам і діловим фірмам, які надаються головним чином банками, а у випадку споживчих позичок – фінансовими компаніями. Часто для цих позичок немає вторинних ринків і тому вони є найменш ліквідними цінними інструментами ринку капіталів.

## 4. Інструменти міжнародного грошового ринку

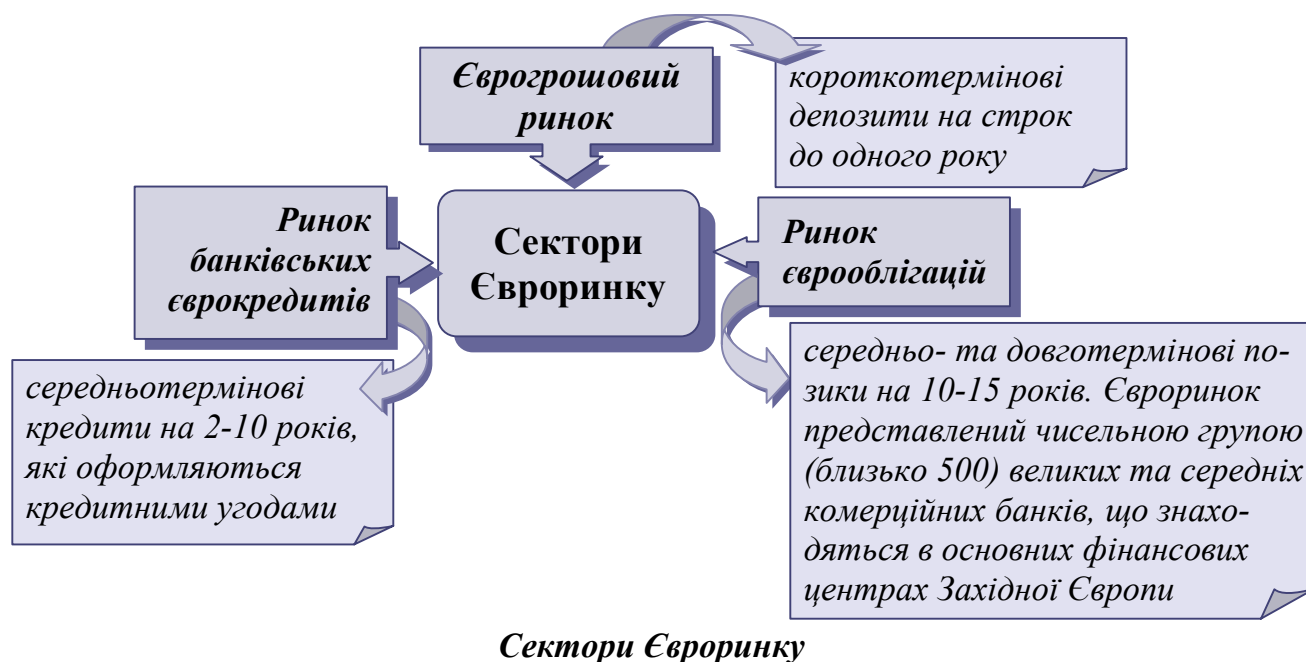
### Євроринок

*Євроринок* – міжнародний ринок позичкових капіталів, на якому операції по кредитах і позиках здійснюються у євровалютах – валютах, відмінних від валюти країни, в якій знаходяться банки, що проводять ці розрахунки.

Як і в кожній кредитній угоді, на Євроринку виступають дві сторони – *позичальник* та *кредитор*.

Позичальниками переважно виступають ТНК, що потребують кредитів для фінансування капітальних вкладень у різних країнах, а також держави, котрі мають дефіцитні платіжні баланси. Кредиторами є приватні комерційні банки, що здійснюють міжнародні кредитні операції в іноземних валютах .

Євроринок включає ряд секторів: *єврогрошовий*; *ринок банківських єврокредитів*; *ринок єврооблігацій* (див. рис.).





Діяльність євrorинку не піддається державному контролю. Зокрема, на євровалютні операції банків не поширюються правила та обмеження, що регламентують їх діяльність на національних ринках позичкових капіталів. Саме це робить євровалютні операції більш прибутковими у порівнянні з кредитними операціями в національній валюті.

До пільг, що надаються при здійсненні операцій на євrorинку відносяться:

- звільнення банків від необхідності резервувати частину кредитних ресурсів у центральному банку, якщо вони залучені з євrorинку;
- звільнення процентів по євровалютних вкладах від податків.

Цих пільг комерційні банки не мають на ринках національних валют. Тому для банків операції на євrorинку значно вигідніші, ніж на національному, а тому вони можуть собі дозволити меншу маржу по кредитах у євровалютах. Усе це стимулює високі темпи розвитку євrorинку, однак утруднює вплив урядів на національні грошово-кредитні системи своїх країн, дещо дезорганізує ці системи. Це викликає необхідність вводити контроль за операціями національних банків на євrorинку.

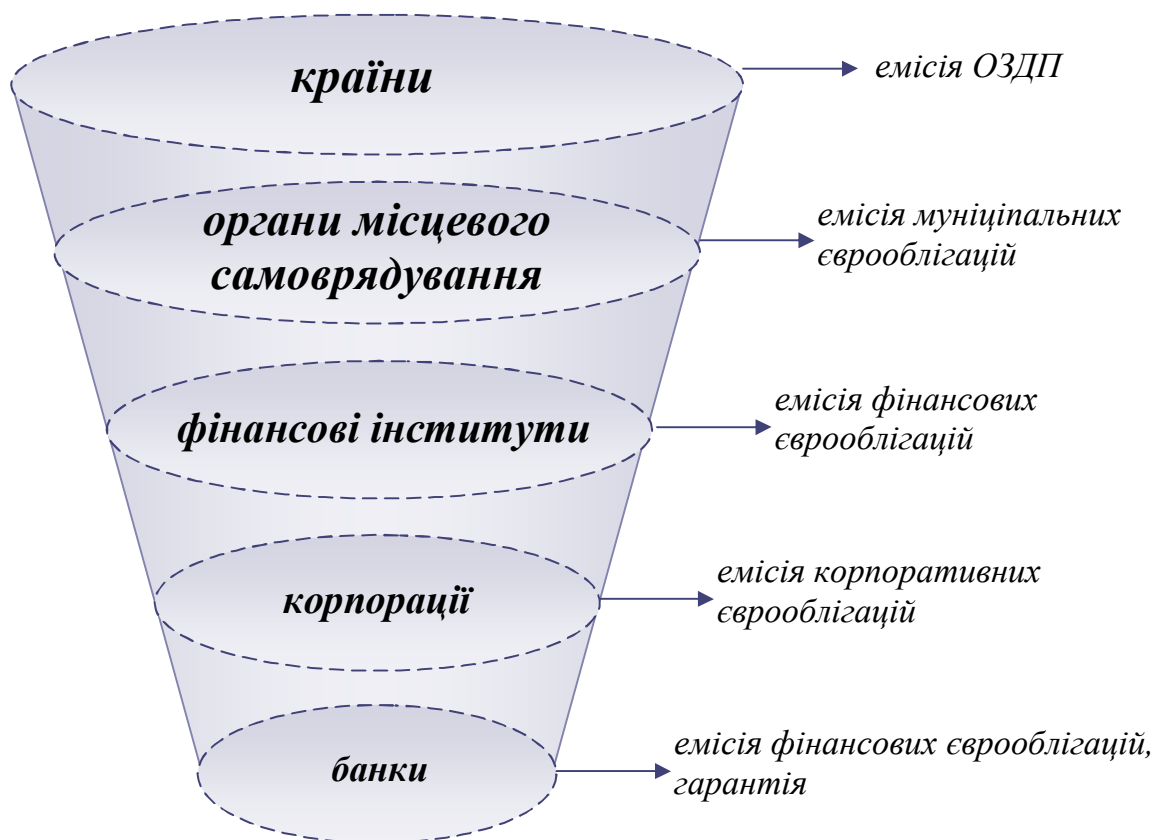
Євrorинки сьогодні – це постійні джерела фінансових інновацій, що набули значних розмірів у масштабі світової економіки. І в нинішніх умовах підвищення активності на фінансових ринках Європи привело сюди американський капітал. Банки США принесли нові моделі комплексних фінансових інструментів, які передбачають брокерські послуги, управління інвестованим капіталом та ін. в межах однієї фінансової установи.

## ***5. Інструменти міжнародного ринку капіталів***

### **Міжнародний ринок облігацій**

Якщо євrorинок має справу з короткостроковими і середньостроковими позиками, то міжнародний ринок облігацій надає позичальникам кошти на довгий термін за межами його країни. Ринок єврооблігацій виник в Лондоні в результаті лібералізації британського валютного контролю, який був спрямований на повернення місту ролі міжнародного фінансового центру.

Виникнення ринку єврооблігацій відноситься до початку 70-х років. Організували його великі міжнародні банки, котрі здійснювали активні операції в євровалютах і були зацікавлені в джерелах довготермінових позичкових капіталів для своїх клієнтів (ТНК). Цей ринок характеризується великою гнучкістю та адаптивністю. Емітентами міжнародних облігацій є:



На ринку міжнародних облігацій обертається два види цінних паперів:

- 1) *іноземні облігації*;
- 2) *єврооблігації*.

**Іноземні облігації** – цінні папери, випущені нерезидентом у національному фінансовому центрі і виражені в національній валюті. Вони "підкріпляються" регламентаціями країни – емітента ЦП, однак на практиці діють здебільшого за принципом євроринків і є безпосереднім конкурентом єврооблігацій.

**Єврооблігації** – боргові зобов'язання, що є одним із видів цінних паперів, котрі випускаються позичальниками при отриманні довготермінових кредитів на євроринку. Єврооблігації мають всі ознаки облігацій, а також деякі особливості, а саме:

- розміщуються одночасно на ринках кількох країн, а не однієї;
- валюта єврооблігаційної позики для кредиторів є іноземною (за виключенням банків США, для них – національною);
- переважно єврооблігації розміщуються емісійним синдикатом, що створюється банками кількох країн і виступає гарантом по позиці.

Основна відмінність між цими двома категоріями облігацій полягає у тому, що перші продаються на певній біржі в той час, коли другі – не обов'язково котируються у певному географічному місці.

На ринку євробонд перевага надається цінним паперам з плаваючим курсом. Ця тенденція посилюється, оскільки у випадку змінних процентних ставок цінні папери з плаваючою ставкою можна обміняти на облігації з фіксованим доходом.



## ***Тема 5. Фінансові посередники та їх функції***

### ***1. Функція фінансових посередників***

Одним із каналів переміщення коштів від кредиторів до позичальників є непряме (опосередковане) фінансування, що передбачає обов'язковим своїм елементом фінансове посередництво. Фінансовий посередник здійснює цю функцію через отримання коштів від кредиторів і тоді, в свою чергу, надає позички позичальникам.

Через втягнення у процес непрямого фінансування, що називається **фінансовим посередництвом**, фінансові посередники можуть поліпшувати становище багатьох малих кредиторів, забезпечуючи їх вищим доходом у вигляді процента, і допомагати дрібним дебіторам, що тепер можуть отримати позички. Великі позичальники також отримують вигоду, бо процес фінансового посередництва означає, що більше коштів стають доступними для позичальників на фінансових ринках. Без фінансового посередництва не можна було б отримати повних вигод, що забезпечують фінансові ринки.

Причина, чому фінансові посередники потрібні для отримання повної вигоди від фінансових ринків, полягає в тому, що в економіці мають місце суттєві інформаційні і мінові витрати.

Для кредиторів розпізнання потенційних позичальників є дорогим процесом. Щойно кредитор знаходить потенційного позичальника, він має витратити додаткові час і гроші для того, щоб дізнатися, чи позичальник поверне його борг. Крім цих інформаційних витрат, реальний процес позички або купівлі цінного паперу передбачає мінові витрати. При наданні коштів у позику, при купівлі цінного паперу необхідно виплачувати комісійні посередникам, які для дрібних кредиторів є досить вагомими, а для фінансових посередників вони знижуються завдяки диверсифікації ризиків та витрат. Немаловажним фактором є довіра до кредитора чи позичальника. За прямого фінансування позичальники і кредитори завжди спілкуються безпосередньо один з одним, що спрацьовує нормально до певного моменту.

Завдяки існуванню фінансових посередників дрібні заощадники можуть розмістити свої кошти фінансовим ринкам через позичку цих коштів посередникам, що варті довіри. Такий фінансовий посередник у свою чергу позичає ці кошти або через надання позички, або через купівлю цінних паперів – акцій чи облігацій. Фінансові посередники надають багато інших послуг учасникам фінансового ринку:

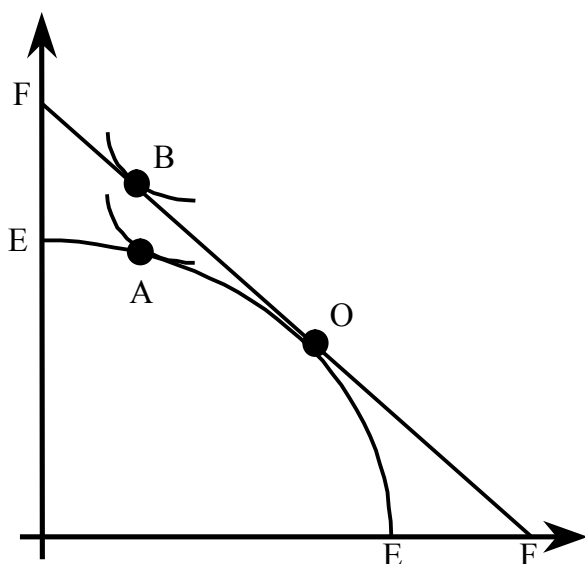
## Розподіл ресурсів у часі

Сприяє зниженню вартості операцій при одночасному зростанні їх кількості (ефект масштабу).

При відсутності фінансового ринку можливості людини по перерозподілу своїх доходів між поточними та майбутніми потребами обмежені, причому ці обмеження характеризуються в загальному випадку зменшуваною граничною віддачею: чим більше благ індивід бажає спожити в майбутньому, тим більше питомих затрат це потребує сьогодні. Та навпаки, кожна додаткова одиниця сьогоднішнього споживання потребує все більших затрат в майбутньому – саме так проявляється *закон зменшуваної граничної продуктивності* (див. рис.).

### Ефективність фінансового ринку в моделі Фішера

майбутні споживання



поточне споживання

При відсутності фінансового ринку, можливості індивіда по вибору між поточним та майбутнім споживанням обмежуються кривою **EE** (випукла форма кривої пояснюється законом зменшуваної граничної продуктивності). Точка **O** відповідає поточному та майбутньому доходу людини. Оптимальний вибір, якщо фінансовий ринок відсутній, – точка **A**. Якщо існує фінансовий ринок бюджетне обмеження індивіда визначається лінією **FF**, нахил якої відповідає ринковій відсотковій ставці. Новим оптимальним вибором буде точка **B**, що забезпечує більш високий рівень добробуту (корисності).

Існування ринку, на якому за певною ціною здійснюється обмін теперішньої вартості на майбутню – дозволяє покращити добробут всіх учасників ринку і тим самим підвищити *ефективність* економічної системи в цілому. Цей факт пояснюється наступним: існування ринку розширює можливості економічних агентів по вибору різних комбінацій благ, а існування фінансових посередників дозволяє зробити цей ринок глобальним та ефективно функціонуючим.

### Акумуляція заощаджень

Фінансові інститути дозволяють розв'язати об'єктивно існуюче протиріччя між невеликими розмірами заощаджень домашніх господарств та потребами виробників у великих обсягах інвестицій. Пряме залучення засобів малих інвесторів фірмам, як

правило, не вигідне, оскільки пов'язане із значними витратами. Фінансові посередники, акумулюючи малі заощадження, в значній мірі підвищують ефективність інвестиційного процесу.

### **Перерозподіл ризику**

Неменш важлива функція фінансових інститутів – об'єднання та перерозподіл ризику в економіці. По-перше, за рахунок акумуляції великих обсягів фінансових ресурсів, посередники мають можливість знижувати ризик інвестицій для окремих економічних суб'єктів. По-друге, фінансові інститути мають можливість *торгівлі ризиком*, перерозподіляючи ризик від більш несхильних до менш несхильних до ризику економічних суб'єктів, тим самим підвищуючи добробут і одних і інших, тобто, якісно покращуючи ефективність інвестування.

### **Узгодження тривалості активів та зобов'язань**

При відсутності фінансових інститутів важко вирішити протиріччя між схильністю інвесторів до короткострокових (більш ліквідних) вкладень та потребами виробників в залученні фінансових ресурсів на тривалі строки для здійснення своїх інвестиційних програм. Фінансові організації, акумулюючи великий обсяг фінансових ресурсів, навіть якщо більшість цих зобов'язань є короткотерміновими, мають можливість придбання довгострокових активів. Тим самим, за рахунок масштабу своєї діяльності, посередники сприяють скороченню розриву між попитом та пропозицією на ринках фінансових активів з різною тривалістю.

### **Забезпечення ліквідності інвестицій**

Фінансові інститути своєю діяльністю забезпечують існування *ліквідних ринків* фінансових ресурсів. Підвищення ліквідності об'єктивно сприяє зростанню обсягів інвестицій. Дійсно, якщо з точки зору інвестора порівняти інвестиції в реальні активи (будівлі, обладнання та інше), яким об'єктивно властива надзвичайно *низька ліквідність*, і вкладення в фінансові зобов'язання, які в будь-який момент та з мінімальними втратами можуть бути продані на ринку, вибір, очевидно, буде зроблений на користь останніх. Тим самим фінансові інститути, підтримуючи ліквідний ринок цінних паперів, забезпечують трансформацію неліквідних активів компаній у високоліквідні фінансові зобов'язання. В Україні починають робити свої перші професійні кроки фінансові посередники: трастові компанії, страхові компанії, інвестиційні компанії, кредитні спілки, пара банки і ін.

## 2. Фінансові посередники

Існує три групи фінансових посередників: *депозитні інститути (банки); договірні ощадні інститути; інвестиційні посередники.*

### Депозитні інститути (банки)

Депозитні інститути є фінансовими посередниками, які приймають депозити від індивідів та інститутів і надають позички. Дослідження такої категорії як гроші та банківської справи зосереджує особливу увагу на цій групі фінансових інститутів (яка складається з *комерційних банків, ощадних та позичкових асоціацій, взаємних ощадних та кредитних спілок*), бо вони втягнуті в процес створення депозитів – важливого компонента пропозиції грошей. Їх поведінка відіграє важливу роль у формуванні пропозиції грошей.

**Банківські установи.** Ці фінансові посередники основним чином мобілізують кошти шляхом відкриття чекових *депозитів (депозитів, по яких можна виписувати чеки)*, ощадних депозитів, які виплачуються по вимозі (*їхні власники не мають права виписувати чеки*), строкових депозитів (*депозитів з фіксованим терміном вкладання*). Ці кошти використовуються фінансовими посередниками для надання комерційних, споживчих та заставних позичок і для купівлі цінних паперів уряду та муніципальних облігацій. Окрім діяльності по забезпеченню розрахунків і короткотерміновому кредитуванню, банки можуть виступати і як ощадні заклади, і як інвестиційні посередники на ринку цінних паперів.

**Ощадні і позичкові асоціації.** Основними джерелами коштів ощадних та позичкових асоціацій є ощадні депозити (*їх часто називають "паями" або "акція-ми"*), строкові та чекові депозити. Залучені кошти традиційно використовуються для надання позичок під заставу.

**Взаємні ощадні банки.** Взаємні ощадні банки дуже подібні до ощадних і позичкових асоціацій. Вони мобілізують кошти, приймаючи депозити, і використовують їх, головним чином, для надання позичок під заставні. Їх корпоративна структура дещо відмінна від ощадних та позичкових асоціацій. Ця відмінність полягає в тому, що взаємні ощадні банки завжди структуруються як взаємні, що означає, що вони функціонують як кооперативи, де депозитами володіє банк.

**Кредитні спілки.** Ці фінансові інститути є малими кооперативними позичковими інститутами, які організуються навколо особливої соціальної групи, членів трудового колективу, людей за інтересами тощо. Вони зосереджують кошти за рахунок депозитів і головним чином надають споживчі позики. За банківським законодавством кредитним спілкам також дозволено відкривати чекові депозити, і вони можуть надавати позики під заставу, на додаток до споживчих позичок.

**Фінансові корпорації**, або компанії споживчого та торгівельного кредиту, створені для надання позик при купівлях у розстрочку, позик приватним особам та забезпечених позик фірмам.

Такі компанії збільшують свій капітал шляхом випуску акцій та отримання позик. Свої інвестиції вони реалізують переважно в кредити. Їхня роль у фінансуванні ділових компаній порівняно незначна й обмежується здебільшого терміновими позиками, фінансуванням обладнання та лізингом.

### **Договірні ощадні інститути**

Договірні ощадні інститути, такі, як страхові компанії або пенсійні фонди, є фінансовими посередниками, які залучають кошти через періодичні інтервали на договірній основі. Вони можуть прогнозувати досить точно, яку суму виплат їм доведеться зробити у наступні роки. Як наслідок, ліквідність активів не є такою важливою для них, як для депозитних інститутів, і вони схильні інвестувати свої кошти головним чином у довгострокові цінні папери, такі, як облігації, акції та заставні.

**Страхові компанії** періодично отримують внески своїх клієнтів в обмін на виплати при настанні страхового випадку. За рахунок фондів, сформованих з попередніх внесків, страхові компанії створюють резерви, котрі разом з частиною власного капіталу інвестують у фінансові активи.

Є два види страхових компаній: *із страхування життя та загального (ризикового) страхування.*

**Пенсійні фонди** створені для забезпечення доходів громадян, що вийшли на пенсію. Сюди ж надходять внески від підприємств, організацій, установ. Нагромаджені кошти фонд інвестує. Акумуляовані пенсійними фондами кошти інвестуються в довгострокові цінні папери.

Страхові компанії і пенсійні фонди випускають свого роду строкові зобов'язання (пасиви), які спеціально призначені для цих цілей.

Цей вид зобов'язань носить назву ануїтет. Компанії по страхуванню життя, як правило, пропонують бенефіціарам (*одержувачам грошей за страховим полісом*) вибір між ануїтетом та одноразовою виплатою.

Страхова компанія і пенсійні фонди можуть значно зменшити ризик, оскільки вони в стані передбачити з досить високою точністю середню тривалість життя репрезентативних груп населення.

Пенсійні фонди нагромаджують кошти шляхом внесків від підприємств, організацій, установ; від працівників, які або автоматично вираховуються з їхніх рахунків, або вносяться добровільно. (*В Україні сплачуються автоматично при нарахуванні заробітної плати відповідно до норм, встановлених чинним законодавством.*) Найбільшу частку в активах пенсійних фондів займають облігації та акції корпорацій.

**Ломбарди** – фінансові посередники, що спеціалізуються на видачі позичок населенню під заставу рухомого майна. Кошти ломбардів формуються із внесків засновників, прибутку від їхньої діяльності, виручки від реалізації заставленого майна. Вони можуть користуватися також банківським кредитом. Відносини між ломбардами та позичальниками оформляються спеціальними документами (ломбардними квитанціями), які мають статус угоди між сторонами, що дає підстави відносити ломбард до групи договірних фінансових посередників.

**Лізингові компанії** – фінансові посередники, що спеціалізуються на придбанні предметів тривалого користування (транспортних засобів, обладнання, машин тощо) та переданні їх в оренду фірмам-орендарям для використання у виробничій діяльності, які поступово сплачують їх вартість протягом визначеного строку (5-10 і більше років). Оформляються лізингові угоди договорами оренди. Ресурси лізингових компаній формуються з власного капіталу та банківських кредитів. Особливістю лізингового посередництва є те, що в ньому кредитування здійснюється в товарній формі і має довгостроковий характер, що дуже зручно для позичальників. В Україні лізинг розвинутий слабо, проте має гарні перспективи в умовах економічного зростання, особливо в сільському господарстві, малому та середньому бізнесі.

**Факторингові компанії (фактори)** – фінансові посередники, що спеціалізуються на купівлі у фірм права на вимогу боргу. Ці права існують, як правило, у вигляді дебіторських рахунків за поставлені товари, виконані роботи, надані послуги. Сплату по цих рахунках при настанні строків одержує факторингова компанія. Оформляється така операція спеціальним договором між фактором та його клієнтом, що продає свої вимоги.

Факторинг є складною фінансовою операцією, в якій поєднуються елементи кредитування з посередницькими послугами. Тому дохід від факторингової операції формується з двох частин – з процента на виплачену клієнту суму та комісію, яка розраховується на суму куплених у клієнта розрахункових документів. Строк такого кредиту досить короткий, тому рівень процента по ньому невисокий. Однак великі суми платіжних документів, що купуються, та стягування комісії на всю їх суму забезпечують достатні доходи, щоб розвивати цей бізнес. Такі компанії звичайно створюються при банках і широко користуються позичками цих банків для здійснення своїх операцій. Окремі банки самостійно виконують такі операції для своїх клієнтів.

В Україні факторинговий бізнес почав активно розвиватися в 1990-1992 рр. Спочатку банки надавали факторингові послуги, а потім було створено кілька факторингових компаній. Проте з поглибленням платіжної кризи цей бізнес став надзвичайно ризикованим і був згорнутий. У перспективі можливе його відродження, але масштаби розвитку будуть залежати від стану платіжної дисципліни в економіці



та від розвитку короткострокового банківського кредиту типу овердрафт на платіжні потреби клієнтів.

### **Інвестиційні фінансові посередники**

*Інвестиційні фонди (банки, компанії)* – це фінансові посередники, що спеціалізуються на управлінні вільними грошовими коштами інвестиційного призначення. Вони спочатку акумулюють грошові кошти дрібних приватних інвесторів шляхом випуску власних цінних паперів, а потім розміщують їх в акції інших корпорацій та в державні цінні папери.

*Інвестиційні фонди*, акумулюючи великі обсяги капіталів, спроможні забезпечити високий рівень професійного управління ними, надійний захист від кредитних ризиків та високий рівень доходності за своїми цінними паперами – акціями, інвестиційними сертифікатами тощо.

Надійність інвестиційних фондів забезпечується передусім високим рівнем диверсифікації активів. Законодавство окремих країн навіть обмежує частку активів фондів, що припадає на одну компанію. Наприклад, у США їм заборонено вкладати в акції одного підприємства більше як 5% своїх активів. Подібні обмеження існують у ФРН та інших країнах.

Доходи фондів формуються з дивідендів і процентів за цінними паперами, які є в їхніх портфелях, та з курсової різниці цих паперів. Витрати фондів визначаються виплатами доходів за власними цінними паперами та змінами їх курсових різниць.

Інвестиційні фонди бувають кількох видів: відкритого типу, закритого типу, взаємні фонди грошового ринку. Акції фондів відкритого типу їх власники мають право продати самому фонду, який зобов'язаний їх викупити. Акції фондів закритого типу продаються тільки на вторинному ринку. Взаємні фонди відкритого ринку характерні тим, що власники їх акцій можуть у певних сумах виписувати чеки на рахунок фонду в банку. Тому ці акції одночасно "працюють" як чековий і як високодохідний депозит, що робить такі фонди дуже привабливими для інвесторів.

У розвинутих країнах інвестиційні фонди є могутніми фінансовими структурами, що відчутно конкурують з великими банками, страховими компаніями. Розвиток їх безпосередньо пов'язаний з розвитком середнього класу в країні, зі зростанням його заощаджень та інвестиційних уподобань. Якраз через указані фонди цей клас може зручно і вигідно реалізувати свої інвестиційні можливості. В Україні подібні фонди не відіграють відчутної ролі на грошовому ринку (на початку 2000 р. в Україні функціонувало близько чотирьохсот інвестиційних фондів та компаній. Найвідоміші з них – "Альфа-капітал", "Сократ", "Кінто", "Діком", "Тект" та ін.). Для їх розвитку немає достатніх передумов:

– немає того середнього класу, який формує масового дрібного інвестора, готового віддати свої заощадження в управління інвестиційним фондам;

– самі інвестиційні фонди не мають можливостей диверсифіковано розмістити мобілізовані капітали в надійні та високодохідні активи у зв'язку з нерозвиненістю фондового ринку.

**Взаємні фонди** є ще одним інвестором в акції корпорації. Ці фонди приймають грошові внески від численних осіб та вкладають їх у певні типи фінансових активів.

Залежно від розмірів внесків у фонд кожна особа володіє певним його відсотком. Власник такої частки капіталу в будь-який момент може її продати. При необхідності взаємний фонд має повернути належні частки капіталу.

Кошти таких фондів, як правило, вкладаються у звичайні акції корпорацій для купівлі диверсифікованого портфеля.

**Взаємні фонди грошового ринку.** Це відносно нові фінансові інститути, що мають риси взаємних фондів, але до певної міри функціонують як депозитні інститути, бо вони, по суті, пропонують певний вид вкладів. Як більшість взаємних фондів, вони продають паї (акції), щоб набути кошти, які згодом використовуються для купівлі інструментів грошового ринку, які є водночас і надійними і дуже ліквідними. Процент на ці активи тоді виплачується пайовикам.

**Фінансові компанії.** Фінансові компанії мобілізують кошти шляхом продажу комерційних паперів та випуску акцій і облігацій. Вони позичають ці кошти споживачам (для купівлі меблів, автомобілів, на поліпшення житла) або для потреб розвитку малого бізнесу. Окремі фінансові компанії організовуються материнською компанією для допомоги в реалізації її продукту.

### 3. Первинний та фондовий ринки

**Первинний ринок** – це фінансовий ринок, на якому нові випуски цінних паперів, таких, як облігації або акції, продаються корпорацією або урядовою установою початковим покупцям.

**Вторинний ринок** – це фінансовий ринок, на якому цінні папери, що попередньо випущені, перепродуються.

Первинні ринки цінних паперів не є добре відомими громадськості, бо продаж цінних паперів початковим покупцям відбувається за зачиненими дверима.

Первинний ринок цінних паперів – це відносини між його учасниками, у результаті яких цінні папери випускаються в обіг або з'являються на ринку. Основою первинного ринку є відносини між особою (емітентом), що видає цінний папір і зобов'язаним по ній, і особою, що одержує цінний папір (власником цінного папера – інвестором).

Первинний ринок цінних паперів виконує наступні функції:

- 1) організацію випуску цінних паперів;
- 2) розміщення цінних паперів;
- 3) облік цінних паперів;
- 4) підтримка балансу попиту та пропозиції.

Відносини на первинному ринку включають насамперед відносини між емітентом цінного папера і її одержувачем, інвестором. Як правило, першими покупцями цінних паперів є великі інвестиційні компанії, що здійснюють дилерську діяльність на фондовому ринку.

Суб'єкти (учасники) первинного ринку цінних паперів:

1. Фізичні особи;
2. Юридичні особи – промислові компанії, фірми комерційні банки, страхові суспільства, пенсійні фонди, пайові інвестиційні фонди;
3. Держава, органи регіонального й муніципального керування.

На первинному ринку також активно діють інвестиційні банки й компанії, що допомагають іншим учасникам ринку здійснювати грамотні вкладення.

Нью-Йоркська, Лондонська, Паризька, Токійська і інші фондові біржі, на яких раніше випущені акції продаються і купуються, є найвідомішими прикладами вторинних ринків, хоча ринки облігацій, на яких торгують раніше випущеними облігаціями корпорацій і урядів, фактично мають більший обсяг обороту. Іншими прикладами вторинних ринків є валютні обмінні ринки, ф'ючерсні ринки та ринки опціонів. Коли індивід купує цінний папір на вторинному ринку, то особа, що продала цей цінний папір, отримує в обмін на нього гроші. Проте до корпорацій, які випускають ці цінні папери, не доходять нові кошти. Нові кошти надходять тільки тоді, коли її цінні папери вперше продаються на первинному ринку.

Вторинні ринки виконують дві функції. Перша полягає в тому, що ринки полегшують продаж фінансових інструментів для мобілізації коштів, тобто ринки роблять фінансові інструменти ліквіднішими. Підвищена ліквідність цих інструментів робить їх тоді бажанішими і, отже, легшими у збуті фірмою-емітентом їх на первинному ринку. Друга функція вторинних ринків – це визначення ціни цінного паперу, який фірма-емітент продає на первинному ринку. Фірми, що купують цінні папери на первинному ринку, сплачують корпорації, що випустила цінні папери, тільки ту ціну, яку вторинний ринок встановить для цього цінного паперу. Що вища ціна на цінні папери на вторинному ринку, то вища буде ціна, яку фірма-емітент отримає за свій цінний папір на первинному ринку і тим більшу суму капіталу можна буде мобілізувати. Отже, найважливіші для корпорації, що випускає цінні папери є вторинні ринки. Ось чому ми більше зосереджуємо увагу на поведінці вторинних, ніж первинних ринків.

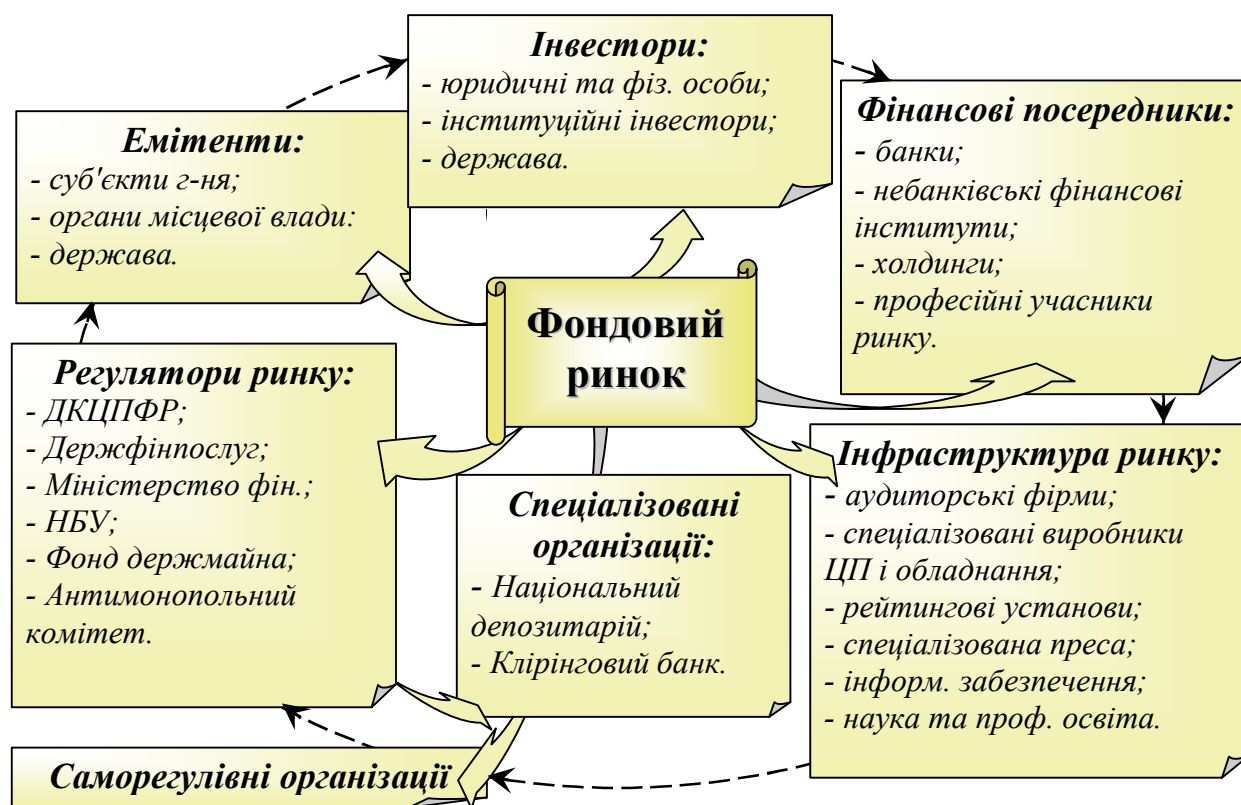
Правові засади обігу цінних паперів в Україні з'явилися з прийняттям у червні 1991 року Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" та у вересні того ж року Закону України "Про господарські товариства", але поява реального обігу

цінних паперів на фондовому ринку України розпочалася лише у 1993-94 роках, з початком масової приватизації державних підприємств. Зазначені закони, на час свого прийняття, були найбільш прогресивні серед аналогічних законів інших пострадянських держав і передбачали активну участь підприємств усіх форм власності у процесі залучення та надання інвестицій.

Важливе значення фондового ринку в економіці країни не потребує довгих дискусій і суперечок, залишається питанням лише форми його організації та регулювання (див. рис.). Саме фінансовий ринок є тим місцем, де підприємства отримують необхідні фінансові джерела для свого створення та подальшого розвитку.

Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – частина ринку капіталів, де здійснюються емісія, купівля і продаж цінних паперів, структуру фондового ринку відображено на рисунку.

Фондовий ринок є абстрактним поняттям, що служить для позначення сукупності дій і механізмів, що роблять можливими торгівлю цінними паперами. Його не слід плутати з поняттям фондова біржа – організацію, яка надає можливість для здійснення торгових операцій і зведення разом покупців і продавців цінних паперів.



**Структура фондового ринку**

Основними функціями фондового ринку є:

- регулювання сфери грошового обігу та кредиту;
- забезпечення переливу капіталу між галузями та сферами економіки;

- розподіл і перерозподіл капіталу корпорацій, контроль за їхньою діяльністю;
- залучення капіталу та забезпечення його ефективного використання;
- забезпечення оперативної інформації про рух індивідуальних капіталів.

Фінансовий ринок в Україні має бути саме тим сегментом національної економіки, якому притаманний динамічний розвиток при сприятливих умовах розширення кількості учасників фінансового ринку, появи нових фінансових інструментів, зростанні обсягів цінних паперів, які обертаються на ринку, а також удосконаленні його інфраструктури, що призведе до збільшення привабливості українського ринку ЦП для потенційних інвесторів як вітчизняних, в першу чергу, так і іноземних.

Президенту України, Верховній Раді України, Кабінету Міністрів України, Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, іншим державним органам потрібно докласти максимум зусиль для стимулювання розвитку фінансового ринку в Україні, проводити роботу щодо вдосконалення правової бази його функціонування з метою приведення її у відповідність до міжнародних принципів та стандартів регулювання, а також приймати радикально нові рішення для реанімації внутрішньої інвестиційної діяльності.

*В сучасних умовах реформування економіки інвестиційна привабливість ринку цінних паперів була б суттєвим фактором економічного розвитку України.*

Сьогоднішній фондовий ринок України характеризується нерівномірним розвитком всіх його складових. Відсутність чи недостатній розвиток окремого елемента фондового ринку призводить до гальмування його загального розвитку. Це насамперед відноситься до інфраструктури, яка повинна забезпечити прискорення вторинного обігу цінних паперів, здійснювати захист інвесторів шляхом реєстрації та перереєстрації прав власності на іменні цінні папери.

Існує два основних типи місць зустрічей покупців і продавців цінних паперів:

- організована біржа цінних паперів, на якій покупці і продавці цінних паперів (або їхні агенти – брокери) зустрічаються в одному приміщенні для проведення торгів;

- позабіржовий ринок (в Україні це ПФТС – "Позабіржова фондова торгова система"), де дилери, що мають запаси цінних паперів, готові продавати і купувати цінні папери будь-кому, хто приходить до них і готовий прийняти їхні ціни. Оскільки позабіржові дилери перебувають у комп'ютерному контакті один з одним і знають ціни, що встановлені іншими, то позабіржові ринки висококонкурентні і не дуже відрізняються від ринку з організованим обміном.

Торгівля на біржі базується на аукціонних принципах, коли продавці цінних паперів правлять ціну за активи (*ask*), а потенційні покупці пропонують свій курс (*bit*). Переговори тривають доти, доки продаж не здійсниться. Фірми зацікавлені у життєздатному вторинному ринку для своїх цінних паперів, складають перелік (*list*)

таких паперів для біржі. Цінні папери не всіх компаній допускаються на фондову біржу. На ній обертаються лише ті цінні папери, котрі пройшли реєстрацію.

На позабіржовому ринку продаються і купуються ЦП, незареєстровані на біржі.

Світові стандарти сучасного ринку передбачають обов'язкову наявність в країні, де випускаються і перебувають в обігу цінні папери, організації суб'єктів типу депозитаріїв, реєстраторів, розрахунково-клірингових установ, фондових бірж.

На фондовому ринку України діють:

- Донецька фондова біржа (ДФБ);
- Київська міжнародна фондова біржа (КМФБ);
- Українська міжбанківська валютна біржа (УМВБ);
- Українська фондова біржа (УФБ);
- Позабіржова фондова торговельна система (ПФТС).

Основними перспективними напрямками розвитку українського фондового ринку є:

- централізація та організація оформлення обігу цінних паперів в Україні через створення Єдиної біржової системи України;
- прийняття Закону України "Про оподаткування операцій з цінними паперами" або змін до Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств", який би сприяв підтримці вітчизняного товаровиробника та економічній безпеці держави;
- налагодження діяльності Національного депозитарію, як суттєвого елементу розвинутого фондового ринку;
- створення системи захисту прав інвесторів на фондовому ринку;
- запровадження таких інститутів як ринок застави, іпотечні кредити, споживчі кредити на умовах доступності для вітчизняного інвестора;
- розширення випуску державних та місцевих позик.

#### ***4. Захист майнових прав інвесторів***

Важливим фактором побудови цивілізованого фондового ринку є інформаційна відкритість та прозорість. З метою надання інвестору інформації, яка відповідає міжнародним вимогам, комісія з цінних паперів розробила та затвердила концептуальні основи розкриття інформації емітентами цінних паперів, методичні рекомендації по застосуванню міжнародних принципів обліку та звітності щодо діяльності професійних учасників фондового ринку і форми фінансової звітності для емітентів згідно з міжнародними стандартами.

Для забезпечення достовірності інформації, яка подається емітентами, Комісія з цінних паперів прийняла "Вимоги щодо аудиторської перевірки відкритих акціонерних товариств та підприємств – емітентів облігацій".

### **Розірвання договору на передплату або купівлю цінних паперів**

Особа, що передплатила або купила цінні папери до опублікування інформації про зміни в господарській діяльності емітента, що впливають на вартість цінних паперів або розмір доходу по них, може протягом 15 днів з моменту публікації цієї інформації розірвати договір в односторонньому порядку.

У разі розірвання договору емітент зобов'язаний на вимогу вказаної особи відшкодувати їй витрати і можливі збитки, пов'язані з передплатою або купівлею цінних паперів.

Емітент, у випадку невиконання умов передплати на цінні папери зобов'язаний повернути передплатникам на їх вимогу усі одержані кошти із сплатою відсотків.

Емітент несе відповідальність по відшкодуванню збитків, завданих недостовірною інформацією про свої цінні папери.

### **Державний контроль за випуском і обігом цінних паперів**

Відповідно до Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку утворена Указом Президента України №446/95 від 12.06.1995 з метою комплексного правового регулювання відносин, що виникають на ринку цінних паперів, забезпечення захисту інтересів громадян України та держави, запобігання зловживанням та порушенням у цій сфері.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку є державним колегіальним органом, підпорядкованим Президенту України, підзвітним Верховній Раді України та Кабінету Міністрів України. До системи органу входять Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, її центральний апарат і територіальні органи.

У своїй діяльності Комісія керується Конституцією та законами України, постановами Верховної Ради, указами і розпорядженнями Президента України, актами Кабінету Міністрів України, міжнародними договорами України, а також Положенням про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку розробляє і затверджує акти законодавства, обов'язкові для виконання центральними та місцевими органами виконавчої влади, органами місцевого самоврядування, учасниками ринку цінних паперів, їх об'єднаннями та контролює їх виконання з питань, що належать до її компетенції.

При Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку створюються Консультаційно-експертна рада, інші органи та установи.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку і її територіальні відділення здійснюють контроль за випуском та обігом цінних паперів, за винятком приватизаційних. Контроль за обігом приватизаційних паперів здійснює Фонд державного майна України.

Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку призначаються державні представники на фондових біржах. Вони уповноважені здійснювати контроль за додержанням положень Статуту і правил фондової біржі та мають право брати участь у роботі керівних органів фондових бірж.

Антимонопольний комітет України здійснює контроль за дотриманням вимог антимонопольного законодавства при обігу цінних паперів.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку і її територіальні відділення у разі відхилення від умов, визначених у дозволах на здійснення діяльності по випуску і обігу цінних паперів, а також у статуті та правилах фондової біржі, можуть застосовувати такі санкції:

- а) виносити попередження;
- б) зупиняти на строк до одного року передплату і продаж цінних паперів;
- в) зупиняти на певний строк укладення угод з окремих видів діяльності по випуску і обігу цінних паперів;
- г) анулювати дозвіл, виданий на ведення діяльності по випуску і обігу цінних паперів у разі повторного застосування санкцій, передбачених підпунктами "а - в" цієї статті.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку може зупиняти діяльність фондової біржі у випадку порушення нею статутної діяльності і вимагати приведення її у відповідність зі статутом та правилами фондової біржі.

Скарги на дії територіальних відділень Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у зв'язку із здійсненням ними контролю за випуском та обігом цінних паперів розглядаються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку може бути оскаржено в судах або арбітражних судах.



## Змістовний модуль 2

# Фінансові інструменти та операції фінансового ринку



### Тема 6. Цінні папери як головний інструмент фінансового ринку. Ринок похідних фінансових інструментів

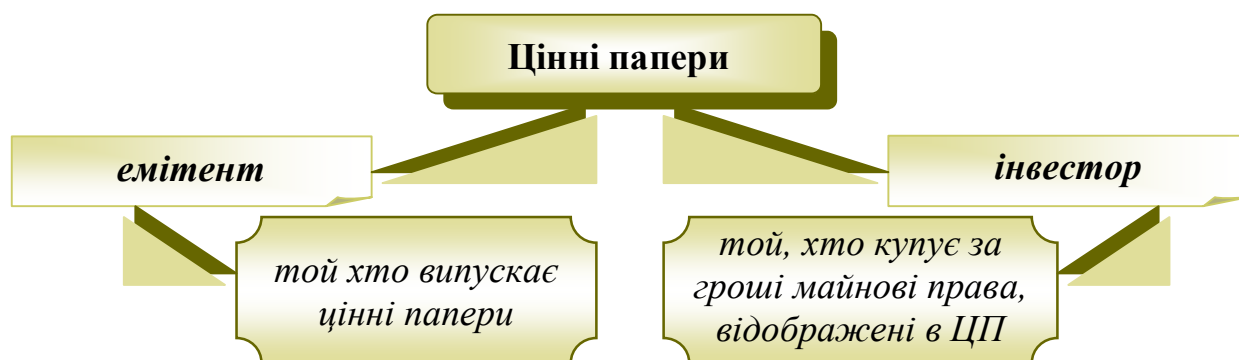
#### 1. Місце ринку цінних паперів на фінансовому ринку

Предметом торгівлі на фінансових ринках є *цінні папери*.

**Цінний папір** – це оформлений у відповідності з нормативно-правовими вимогами документ, який забезпечує його володарю певні майнові права, засвідчує відносини позики; передбачає, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або відсотків і таким чином має певну вартість.

Слово "папір" в сьогоденні умовах є скоріше всього дань історії, коли всі фінансові активи оформлялися у вигляді паперових документів. В сучасній економіці, термін *цінний папір* відноситься однаково до будь-якої легальної форми закріплення майнових прав – як у вигляді паперового документу, так і у вигляді електронної записки чи рахунку-депо в депозитарії. У будь-якому випадку головним є не "папір", а "ціна", що віддзеркалює забезпеченість даного документу майновими правами.

В загальному, у вигляді цінного паперу оформляють домовленість про обмін теперішньої вартості на майбутню або, що те саме: придбання цінного паперу є обмін абсолютної ліквідності (грошей) на купівельну спроможність в майбутньому. Як у будь-якій угоді, тут завжди присутні дві сторони: *емітент* та *інвестор*.



Основною властивістю ЦП, є можливість їх перепродажу – переуступка майнових прав, що забезпечуються даним ЦП, однією особою іншій.

### Властивості цінних паперів

- ➔ *виступають товаром (купівля-продаж);*
- ➔ *виступають предметом застави (майнові права);*
- ➔ *виступають предметом спадку (передаються у спадщину, даруються, обмінюються);*
- ➔ *приносять дохід (виплата дивідендів).*

### Властивості цінних паперів

Цінні папери є одними з головних інструментів фінансового ринку, обертаються на рівні з грошей, але мають одну відмінну функцію, що радикально відрізняє їх між собою.



### Функції цінних паперів та грошей

В економічній теорії до категорії “цінні папери” відносять всі види фінансових інструментів: які можуть переходити від одного володаря до іншого (*transferable securities*); які не підлягають вільній купівлі-продажу (*non-transferable securities*).

Цінні папери відіграють важливу роль у платіжному обороті держави, в мобілізації інвестицій. Сукупність цінних паперів в обігу становить основу ринку цінних паперів, який є регулюючим елементом економіки. Він сприяє переміщенню капіталу. Ринок ЦП є найактивнішою частиною сучасного фінансового ринку і дає змогу реалізовувати різноманітні інтереси емітентів, інвесторів та посередників. Значення ринку ЦП як складової частини фінансового ринку і далі зростає.

**Метою функціонування** ринку цінних паперів є акумуляція фінансових ресурсів і забезпечення можливості їх перерозподілу шляхом здійснення учасниками ринку різноманітних операцій з цінними паперами (здійснення посередницької діяльності при русі тимчасово вільних коштів від інвестора до емітента ЦП).

Ринок цінних паперів виконує низку завдань (див. рис.).

### **Завдання ринку цінних паперів**

- мобілізація вільних фінансових ресурсів для здійснення інвестицій;
- формування інфраструктури, яка відповідає світовим стандартам;
- розвиток вторинного ринку;
- активізація маркетингових досліджень;
- трансформація відносин власності;
- удосконалення ринкового механізму і системи управління;
- контроль над капіталом на основі державного регулювання;
- зменшення інвестиційного ризику;
- формування портфельних стратегій;
- розвиток ринкового ціноутворення;
- прогнозування перспективних напрямів розвитку.

### **Завдання ринку цінних паперів**

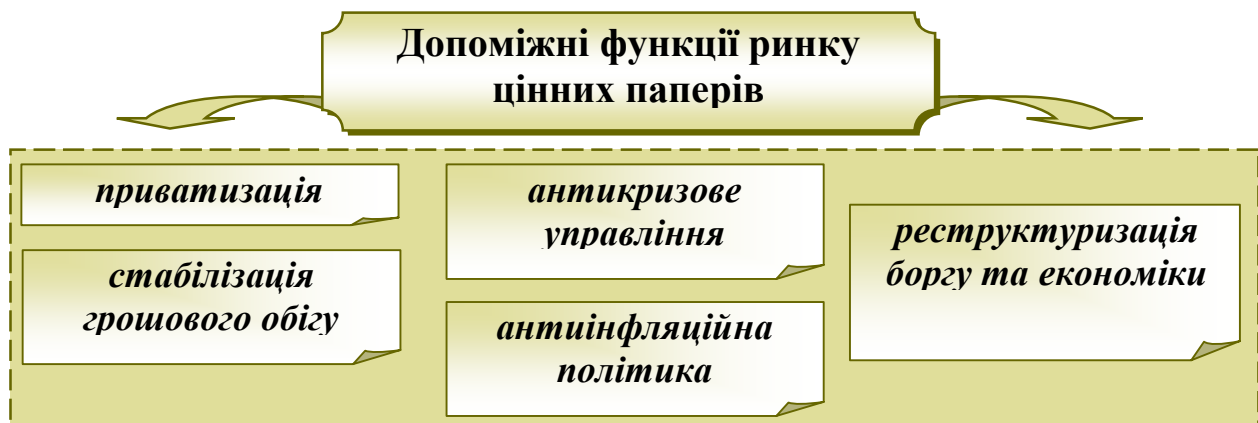
До основних функцій ринку цінних паперів відносять:

- 1) облікову;
- 2) контролюючу;
- 3) збалансування попиту і пропозиції;
- 4) стимулюючу;
- 5) перерозподільчу;
- 6) регулюючу (див. рис.).



### **Основні функції ринку цінних паперів**

Ринок ЦП як інструмент ринкового регулювання відіграє важливу роль. Окрім основних функцій ринок цінних паперів виконує й допоміжні функції (див. рис.).



### **Допоміжні функції ринку цінних паперів**

Основними фондовими операціями ринку ЦП є:

- випуск (емісія) – первинний випуск та продаж;
- розміщення – продаж ЦП потенційним інвесторам;
- купівля-продаж – вторинний ринок (передача прав власності);
- конвертація (обмін) – зміна виду ЦП;
- зберігання – функції національної депозитарної системи;

- траст (довірче управління) – управління ЦП посередником в інтересах власника, або визначеною ним третьою стороною;
- менеджмент – прийняття правильних рішень щодо подальшого володіння та розміщення ЦП;
- застава – забезпечення позики;
- кліринг – система безготівкових розрахунків за ЦП та послуги;
- реєстрація та перереєстрація – здійснюється реєстраторами з приводу набуття чи зміни власності;
- маркетинг – моніторинг попиту та пропозиції;
- ціноутворення – процес формування ціни;
- страхування – створення резервних фондів для покриття збитків;
- погашення – повернення зобов'язань по строкових ЦП або викуп;
- дарування, успадкування – зміна права власності по заповіту, дарчій;
- спліт (розщеплення) чи дроблення – поділ нереалізованих акцій на їх більшу кількість (зниження номінальної вартості);
- консолідація (об'єднання) – об'єднання, злиття компаній;
- передача (індосамент) – передача простих акцій;
- визначення ринкової вартості – котирування на біржі;
- бухгалтерський облік – облік ресурсів та результатів фінансово-господарської діяльності;
- аудит – ревізія фінансово-господарської діяльності;
- посередництво – допомога при укладенні договорів;
- нарахування і виплата дивідендів та відсотків;
- формування і управління портфелями ЦП;
- інвестиційне проектування;
- консалтинг – надання консультацій щодо вкладення фінансових ресурсів.

Цінні папери на фінансовому ринку обертаються завдяки фінансовим посередникам, які забезпечують їх ліквідність та дають можливість інвесторам та емітентам швидко та якісно розмістити кошти чи акумулювати їх (див. рис.).



На сьогодні, завдяки стрімкому розвитку Інтернет технологій, розвивається торгівля цінними паперами через систему Електронної Комунікаційної Мережі

(ECN), що досить різко скорочує мінові витрати по придбанню та обслуговуванню цінних паперів.

На фінансовому ринку обертаються різноматні цінні папери, які можна згрупувати за різним ознаками та класифікувати за певними типами (див. рис.).

<b>Термін існування</b>	<b>Строкові</b> – цінні папери, які мають встановлений термін
	<b>Безстрокові</b> – цінні папери, які існують вічно
<b>Походження</b>	<b>Первинні</b> – цінні папери, засновані на активах, до числа яких не входять самі цінні папери
	<b>Вторинні</b> – цінні папери, які випускаються на основі первинних цінних паперів; це – цінні папери на самі цінні папери
<b>Форми існування</b>	<b>Паперові</b> – документарні
	<b>Безпаперові</b> – бездокументарні
<b>Нац. приналежність</b>	<b>Вітчизняні</b> – цінні папери, національних компаній ...
	<b>Іноземні</b> – цінні папери, нерезидентів
<b>Порядок вкладення</b>	<b>На пред'явника</b> – які не фіксують імені їхнього власника
	<b>Іменні</b> – цінні папери, які містять ім'я їхнього власника
	<b>Ордерні</b> – іменні цінні папери, які передаються іншій особі шляхом здійснення на них передатного напису – індосаменту
<b>Тип використання</b>	<b>Інвестиційні</b> – цінні папери, які є об'єктом вкладання капіталу
	<b>Неінвестиційні</b> – цінні папери, які обслуговують грошові розрахунки на товарних чи інших ринках
<b>Форма випуску</b>	<b>Емісійні</b> – ЦП, які випускаються великими серіями, у великій кількості, і в межах кожної серії всі ЦП є ідентичними
	<b>Неемісійні</b> – цінні папери, які випускають поштучно чи невеликими серіями
<b>Характер обігу</b>	<b>Ринкові</b> – цінні папери, які перебувають у вільному обігу
	<b>Неринкові</b> – ЦП, які можна продати лише емітенту
<b>Рівень ризику</b>	<b>Безризикові та малоризикові</b> , як правило державні
	<b>Ризикові</b> – цінні папери, підприємств та установ
<b>Наявність доходу</b>	<b>Дохідні</b> – ЦП по яких виплачуються дивіденди або %
	<b>Бездохідні</b> – ЦП по яких виплати дивідендів не проводяться
<b>Форма вкладення</b>	<b>Боргові</b> – ЦП, які звичайно мають фіксовану % ставку
	<b>Пайові</b> – ЦП, які надають право власності на активи

## **2. Характеристика та види інструментів запозичення та прав власності**

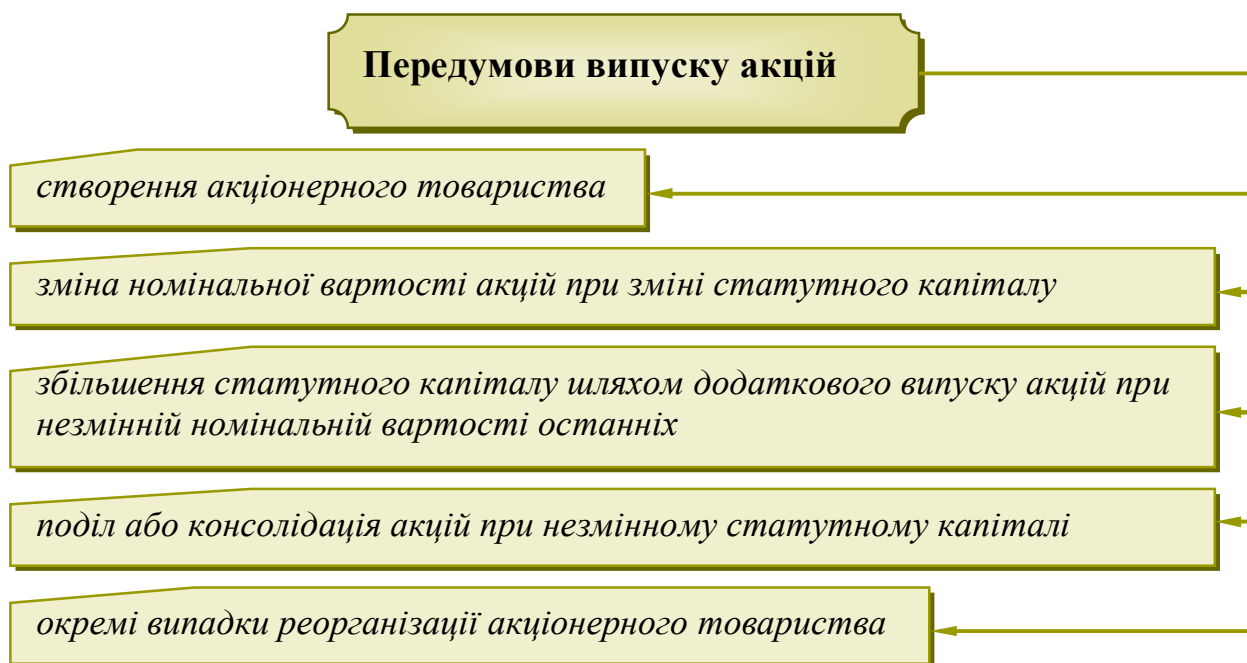
### **Права власності**

Одним з основних способів мобілізації коштів є випуск *звичайних акцій*, що є вимогою на частку в чистому доході та активи підприємства. Акції звичайно приносять періодичні доходи (дивіденди їхнім власникам) і розглядаються як довгострокові цінні папери, бо не мають строку погашення.

Основний недолік володіння акціями, порівняно з борговими зобов'язаннями, полягає в тому, що власник акції є останнім позивачем. Перевага володіння акціями в тому, що акціонери отримують пряму вигоду від будь-яких збільшень прибутковості і номінальної вартості активів, оскільки акції надають акціонерам право власності. Власники боргових зобов'язань не матимуть цієї вигоди, бо платежі їм фіксовані.

**Акція** – цінний папір без установленого строку обігу, що засвідчує дольову участь у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним, дає право його власникові на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства.

У відповідності до діючих правових норм в Україні акції випускаються лише акціонерними товариствами.

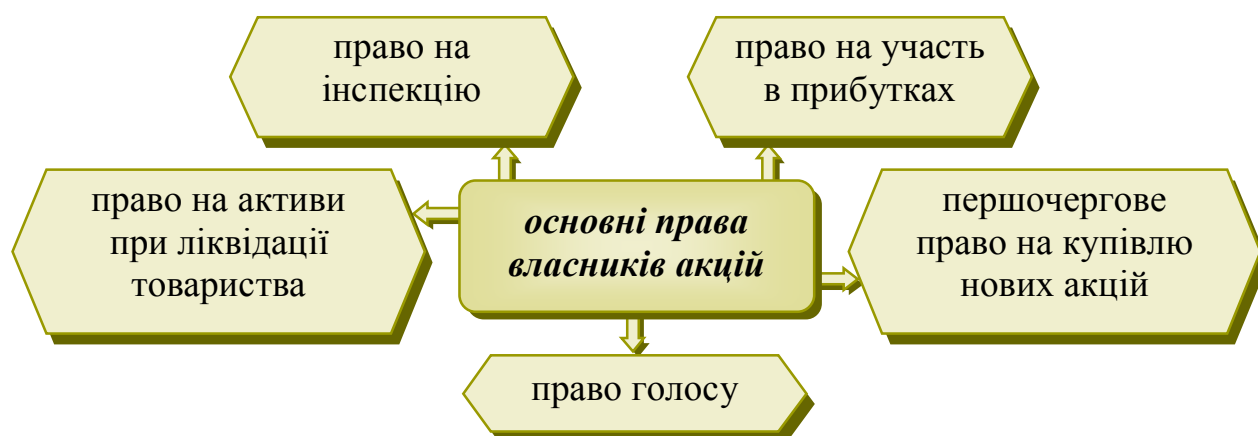


Відповідно до ЗУ “Про цінні папери та фондову біржу” рішення про випуск акцій приймається засновниками акціонерного товариства або загальними зборами акціонерів. Рішення про випуск акцій оформляється протоколом.

**Протокол рішення про випуск акцій повинен обов'язково містити:**

- найменування емітента і його місцезнаходження;
- розмір статутного капіталу;
- мету і предмет діяльності товариства;
- зазначення службових осіб емітента;
- найменування контролюючого органу (аудиторської фірми);
- дані про розміщення раніше випущених в обіг цінних паперів;
- мету випуску акцій;
- зазначення категорій акцій;
- кількість іменних та привілейованих акцій, акцій на пред'явника;
- загальну суму емісії і кількість акцій;
- номінальну вартість акцій;
- кількість учасників голосування;
- порядок виплати дивідендів;
- термін і порядок передплати та оплати акцій;
- термін повернення коштів при відмові від випуску акцій;
- черговість випуску акцій (при випуску різними серіями);
- порядок повідомлення про випуск і порядок розміщення акцій;
- умови розпорядження акціями;
- права власників привілейованих акцій;
- переважне право на придбання акцій при новій емісії.

Акції можуть бути іменними та на пред'явника, привілейованими та простими. Громадяни вправі бути власниками, як правило, іменних акцій. Власники акцій мають певні права (див. рис.).



***Основні права власників акцій***

***Прості акції***

Власник простої акції має право на частину прибутку акціонерного товариства - дивіденди, на участь в управлінні товариством (див. рис.).

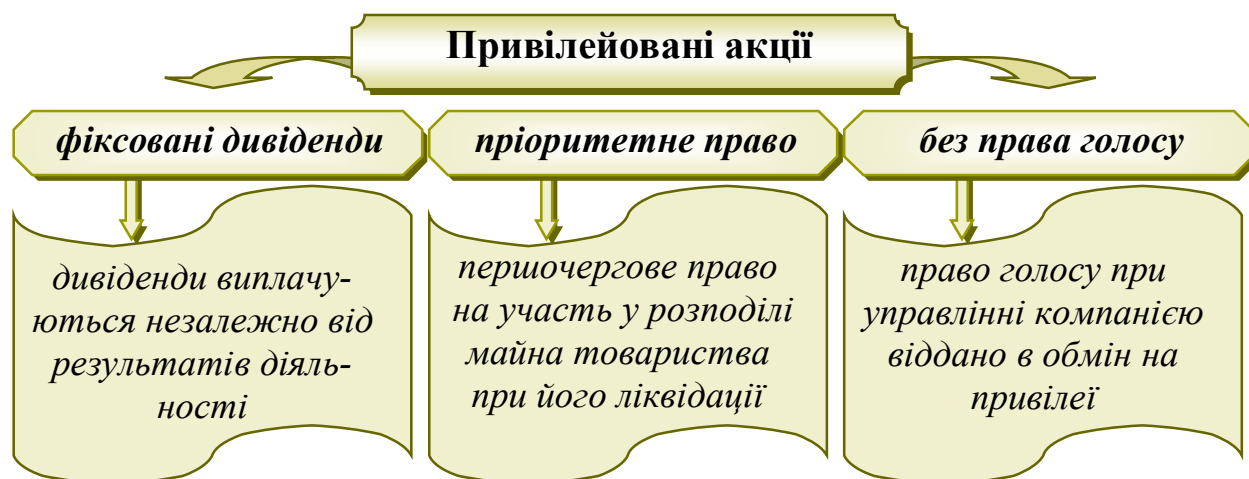




### **Права власників простих акцій**

#### **Привілейовані акції**

Власник привілейованої акції має право на визначену суму доходу, участі в управлінні товариством не бере (див. рис.).



### **Права власників привілейованих акцій**

Акція є неподільною. У разі, коли одна і та ж акція належить кільком особам, усі вони визнаються одним власником акції і можуть здійснювати свої права через одного з них або через спільного представника.

Дивіденди по акціях виплачуються за підсумками року в порядку, передбаченому статутом акціонерного товариства, за рахунок прибутку, що залишається у його розпорядженні після сплати встановлених законодавством податків, інших платежів у бюджет та процентів за банківський кредит.

#### **Інструменти запозичення**

Інструменти запозичення відображають відносини запозичення і являють собою зобов'язання емітента ЦП виплатити його володарю фіксований дохід у визначені умовами випуску моменти часу.

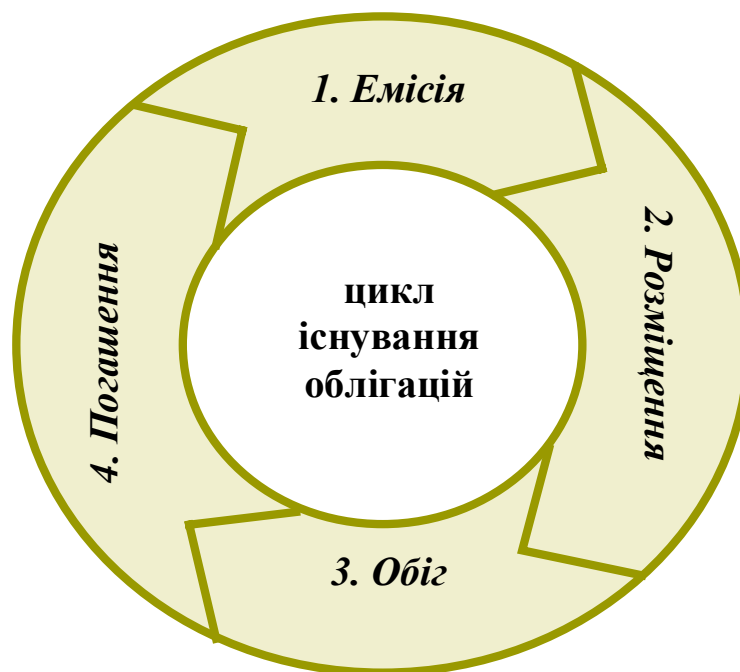
Основними видами ЦП з фіксованими доходами є векселі, депозитні сертифікати, облігації.

**Облігація** – зобов’язання позичальника оплачувати власнику боргового інструмента фіксовану премію через регулярні проміжки часу аж до строку його погашення. Строк *боргового зобов’язання* – період, до якого закінчується кінцевий термін боргового інструмента. Борговий інструмент є *короткостроковим*, якщо його строк погашення становить рік або менше, і *довгостроковим*, коли його термін погашення – десять або більше років. Боргові інструменти зі строком погашення між одним і десятьма роками є *середньостроковими*.

*Облігація* – цінний папір, що засвідчує внесення її власником грошових коштів і підтверджує зобов’язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного паперу в передбачений в ньому строк з виплатою фіксованого процента (якщо інше не передбачено умовами випуску).

Випускаються облігації таких видів:

- а) облігації внутрішніх республіканських і місцевих позик;
- б) облігації підприємств.



### *Цикл існування облігацій*

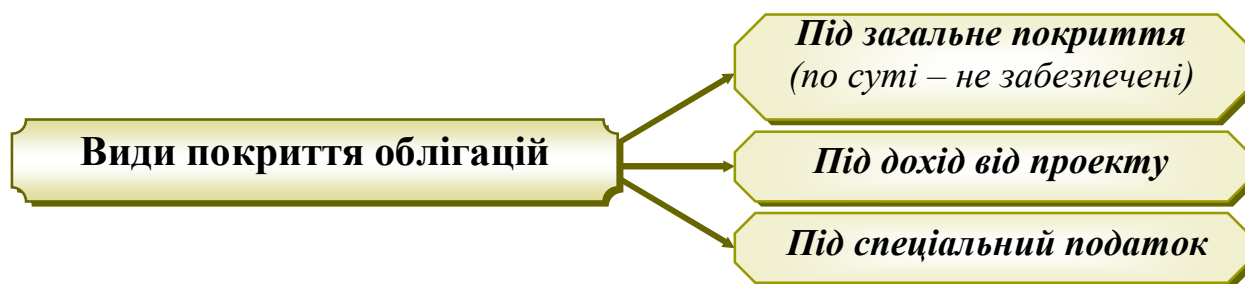
Облігації можуть випускатися іменними і на пред’явника, процентними і безпроцентними (цільовими), купонні та дисконтні, що вільно обертаються або з обмеженим колом обігу (див. рис.).



### **Класифікація облігацій, що емітуються**

Крім основної частини до облігації може додаватися купонний лист на виплату процентів. У випадку дисконтних облігацій, емітентом виплачується лише основна сума боргу, а процент приймає форму скидки до номінальної вартості.

Облігації випускаються під певні програми та проекти, які забезпечують їх надійність та ліквідність, підприємство чи установа, яка емітує облігації бере на себе зобов'язання виплатити заявлену суму винагороди.



### **Види покриття по облігаціях**

Доход по облігаціях цільових позик (безпроцентних облігаціях) не виплачується. Власникові такої облігації надається право на придбання відповідних товарів або послуг, під які випущено позики (якщо ціна товару до моменту його одержання перевищуватиме вартість облігації, то власник одержує товар по ціні, вказаній на

облігації, а при одержанні більш дешевого товару він одержує різницю між вартістю облігації та ціною товару.

Акціонерні товариства можуть випускати облігації на суму не більше 25 процентів від розміру статутного капіталу і лише після повної оплати усіх випущених акцій. Випуск облігацій підприємств для формування і поповнення статутного капіталу емітентів, а також для покриття збитків, пов'язаних з їх господарською діяльністю, не допускається.). Емісія облігацій відбувається лише після протоКольного рішення підприємства. Протокол має містити:

- найменування емітента облігацій і його місцезнаходження;
- відомості про розмір статутного капіталу, господарську діяльність службових осіб;
- найменування контролюючого органу (аудиторської фірми);
- дані про розміщення раніше випущених в обіг цінних паперів;
- мету випуску і види облігацій (іменні чи на пред'явника);
- загальну суму емісії, кількість і номінальну вартість облігацій;
- кількість учасників голосування;
- порядок випуску облігацій та виплати доходів за ними;
- терміни повернення коштів при відмові від випуску облігацій;
- терміни продажу відповідних товарів або надання відповідних послуг за цільовими облігаціями;
- порядок повідомлення про випуск та розміщення облігацій;
- порядок оплати облігацій.

Окрім облігацій підприємств емітентами облігацій є також держава та органи місцевого самврядування. Найбільш поширеними представниками є облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) їх функції відобразимо на рисунку.

- *є найбільш цивілізованим ринковим способом формування державного боргу;*
- *забезпечують касове виконання державного бюджету шляхом покриття розривів між доходами та видатками, що виникають у результаті нерівномірності в часі податкових надходжень і видатків бюджету;*
- *при проведенні грошово-кредитної політики виступають регулятором не лише грошового обігу, а й розвитку економіки в цілому: сутність грошово-кредитної політики полягає в зміні грошової маси з метою досягнення зростання обсягу виробництва, підвищення зайнятості та попередження інфляції;*
- *мобілізують кошти для фінансування цільових державних та місцевих програм, які мають важливе соціально-економічне значення.*

### **Функції ОВДП**

**Депозитний сертифікат** – письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке засвідчує право вкладника на одержання після закінчення встановленого строку депозиту і процентів по ньому.

### Депозитні (ощадні) сертифікати можуть бути:

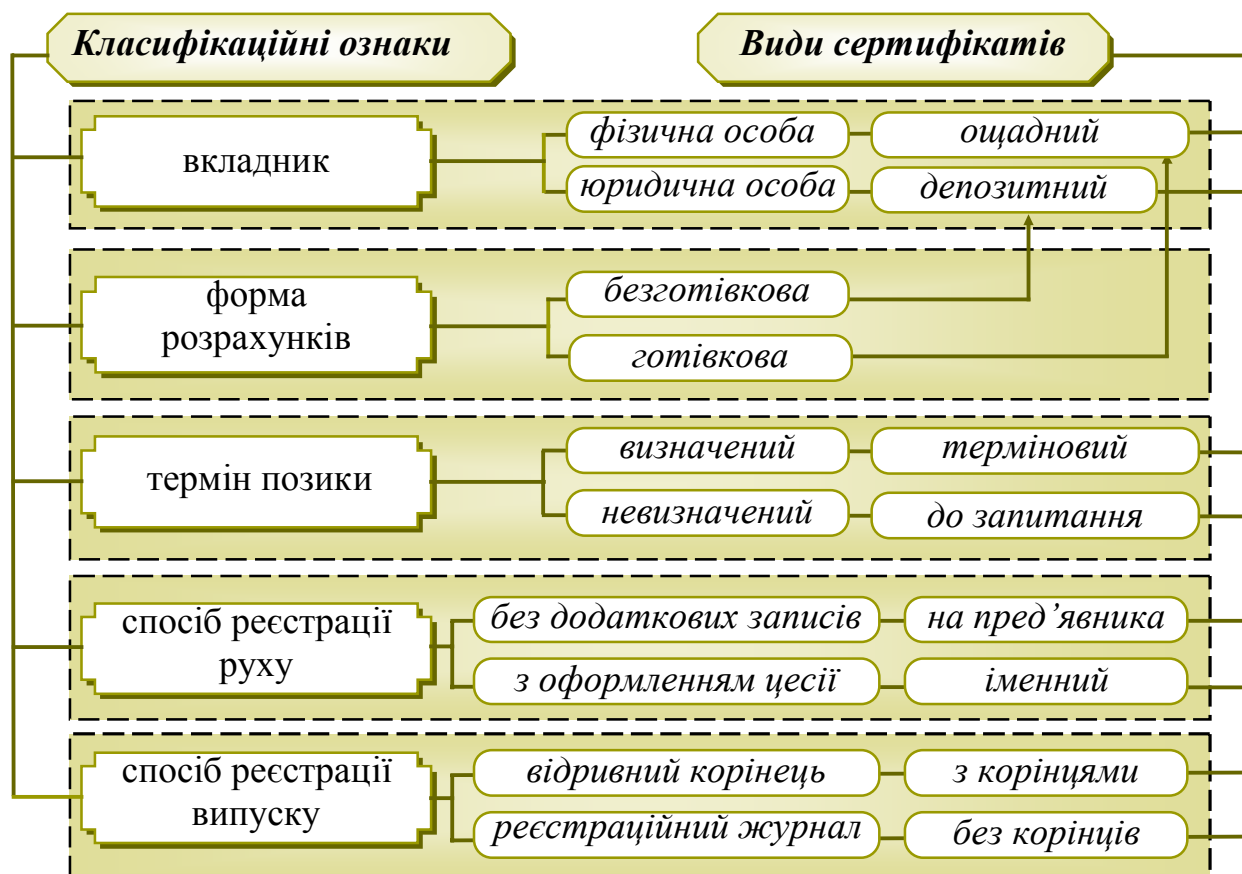
- ➔ іменними (не підлягають відчуженню);
- ➔ на пред'явника (задоволення вимог здійснюється простим врученням документа без додаткових записів);
- ➔ банківські (емітентом є банківські установи);
- ➔ депозитні сертифікати НБУ;
- ➔ деноміновані в національній валюті;
- ➔ деноміновані в іноземній валюті.

### Види ощадних сертифікатів

Іменні сертифікати обігу не підлягають. Ощадний сертифікат на пред'явника може бути перепроданий третій особі, або ж достроково проданий банку емітенту, якщо це обумовлено.

Депозитні сертифікати які обертаються на ринку є різними за своїми видами та класифікаційними ознаками. Класифікацію сертифікатів подано на рисунку.

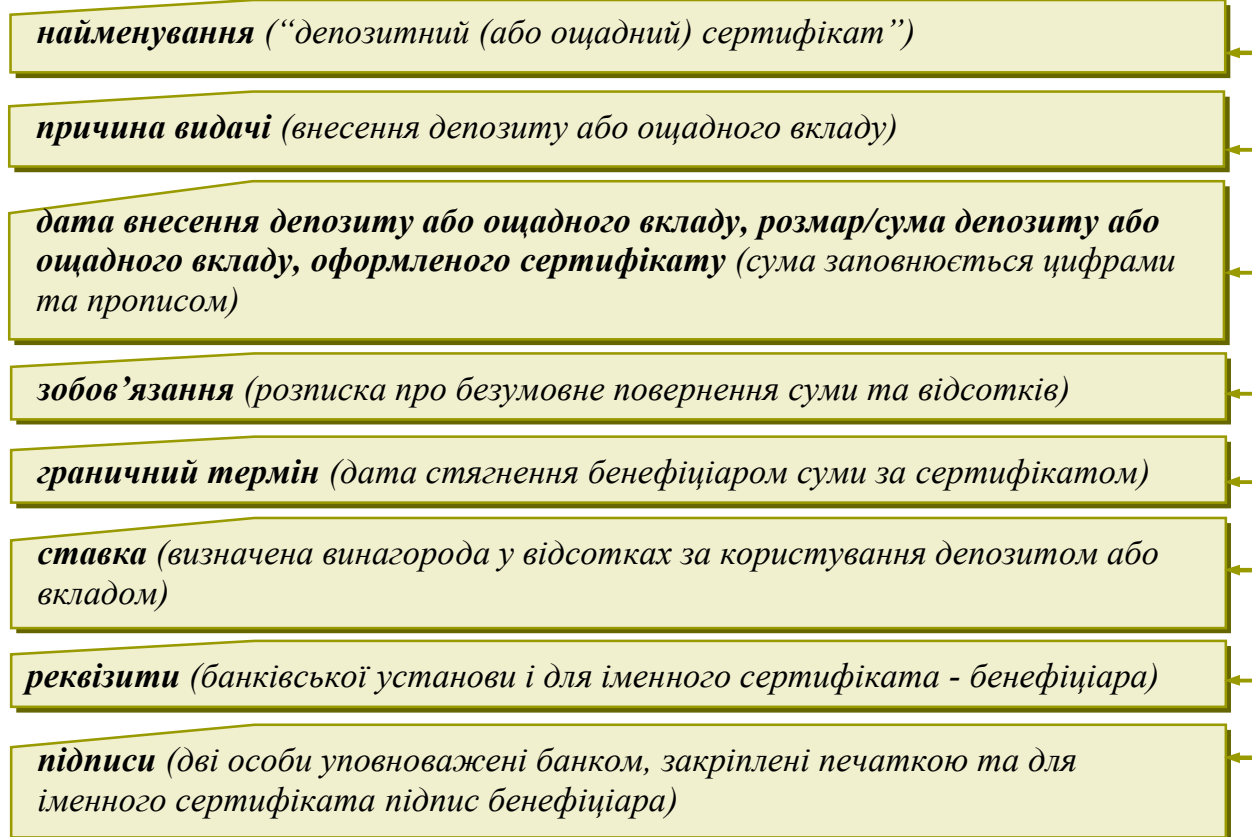
### Класифікація сертифікатів



### Класифікація депозитних сертифікатів

Кожен сертифікат повинен містити відповідні реквізит (див. рис.).

### **Обов'язкові реквізити сертифікатів**



### **Обов'язкові реквізити депозитних сертифікатів**

Доход по ощадних сертифікатах виплачується при пред'явленні їх для оплати в банк емітент. У разі, коли власник сертифіката вимагає повернення депонованих коштів по строковому сертифікату раніше обумовленого в ньому строку, йому виплачується наперед обумовлений понижений процент.

**Казначейські зобов'язання** – вид цінних паперів на пред'явника, що розповсюджуються виключно на добровільних засадах серед населення, засвідчують внесення їх власниками грошових коштів до бюджету і дають право на одержання фіксованого доходу.

Випускаються такі види казначейських зобов'язань:

- а) довгострокові – від 5 до 10 років;
- б) середньострокові – від 1 до 5 років;
- в) короткострокові – до одного року.

Кошти від реалізації казначейських зобов'язань спрямовуються на покриття поточних видатків бюджету.

**Вексель** – цінний папір, який засвідчує безумовне грошове зобов’язання векселедавця сплатити після настання строку визначену суму грошей власнику векселя (векселетримачу).

*Вексель походить від звичайної боргової розписки. Розвиток ринкових відносин потребував юридичного оформлення відносин позики. Форма і атрибути векселя, як правило, встановлюються законодавчо, у відповідності до міжнародних домовленостей (В Україні вексельне законодавство базується на Єдиному вексельному законі, який прийнято на Жиневській вексельній конвенції 1930 р.).*

### **Розрізняють такі види векселів:**

- ➔ **Простий вексель (соло)** – це беззаперечне зобов’язання векселедавця виплатити векселетримачу фіксовану суму грошей.
- ➔ **Переказний вексель (тратта)** – це вказівка векселедавця (трасанта) платнику (трасату) про виплату фіксованої суми третій особі (ремітенту). Платник стає боржником по векселю після того, як дасть згоду на його оплату (*акцептує вексель*).

Векселі, платниками по яких є банки, називаються *фінансовими вексями*.

**Фінансові векселі** – обслуговують позики, які суб’єкти господарської діяльності надають один одному за рахунок наявних тимчасово вільних коштів. На даний час в Україні фінансові векселі представлено банківськими вексями, які, по суті, виконують роль депозитних сертифікатів – які можна лише умовно віднести до фінансових.

### **Операції з вексями, що здійснюються:**

- ➔ **Доміцилювання** – це оплата векселя за дорученням клієнта (векселедавця), що за попередньою домовленістю з банком вказує місце платежу.
- ➔ **Інкасування** – виконання доручення векселетримача на одержання у встановлений термін належних платежів за векселем (*Як правило, така операція доручається банку. Якщо платіж не надійшов – вексель повертається кредитору з протестом. Якщо протест не був зроблений – банк несе відповідальність за можливі наслідки*).
- ➔ **Дисконтування** – це їх облік – прийом, придбання банком, під час якого банк одержує дисконтну винагороду (за розрахунковою ставкою).
- ➔ **Форфейтування** – це купівля вексельних боргів, коли векселетримач робить переказний напис покупцю із застереженням типу **“без звернення на мене”**.
- ➔ **Депонування** – це здача на збереження в спеціалізовані фінансово-кредитні й інвестиційні інститути.

### ***3. Гібридні та похідні інструменти фінансового ринку***

#### ***Гібридні інструменти***

Існує декілька різновидів цінних паперів, які об'єднують властивості інструментів запозичення і прав власності.

#### **Привілейовані акції**

Привілейовані акції дають власникові переважне право на одержання дивідендів, а також на пріоритетну участь у розподілі майна акціонерного товариства у разі його ліквідації. Власники привілейованих акцій не мають права брати участь в управлінні акціонерним товариством, якщо інше не передбачено його статутом.

Привілейовані акції можуть випускатися із фіксованим у процентах до їх номінальної вартості щорічним рівнем доходу. Виплата дивідендів проводиться у розмірі, зазначеному в акції, незалежно від розміру одержаного товариством прибутку у відповідному році. У тому разі, коли прибуток відповідного року є недостатнім, виплата дивідендів по привілейованих акціях проводиться за рахунок резервного фонду.

Якщо розмір дивідендів, що виплачуються акціонерам, по простих акціях перевищує розмір дивідендів по привілейованих акціях, власникам останніх може проводитися доплата до розміру дивідендів, виплачених іншим акціонерам.

#### **Конвертовані облигації**

Конвертовані облигації – особливий вид корпоративних облигацій, які забезпечують своїх володарів правом на одержання в рахунок погашення боргових зобов'язань, акцій даної корпорації.

Ця властивість конвертованої облигації надає їй риси не лише інструменту запозичення, але й інструменту власності. Умови конвертації не є уніфікованими і тому обумовлюються при кожній конкретній емісії цих облигацій.

#### ***Похідні інструменти***

**Похідні фінансові інструменти** – це так звані цінні папери другого порядку. У випадку з похідними фінансовими інструментами учасник фондового ринку має справу не з самим фіктивним капіталом (акції, облигації), а з документом, що дає право на здійснення операцій по купівлі-продажу фіктивного капіталу. **Похідні фінансові інструменти** – це свого роду контракти, які дають право на здійснення операцій з класичними цінними паперами (цінними паперами першого порядку): опціони, ф'ючерсні контракти, варанти і так далі Їх основне призначення – страхувати утримувача документа від можливих збитків в біржовій грі, а також забезпечити його захист в умовах інфляції і економічної нестабільності.

**Похідними цінними паперами** прийнято називати угоди права та зобов'язання по яких зв'язані з деякими реальними або фінансовими активами, які називають базовими. **Похідні цінні папери** – це, як правило, угоди на придбання (продаж) з



відстрочкою виконання. Основна причина існування похідних інструментів – невизначеність. Слугують вони, перш за все, для страхування ризиків.

Опціони і ф'ючерси мають солідний первинний і вторинний ринок і часто є обов'язковим елементом здійснення операцій з фіктивним капіталом.

### **Опціони**

*Опціон* – різновид угод на термін, у відповідності з умовами якої одна сторона (продавець опціону) зобов'язується по вимозі покупця продати або купити базовий актив по наперед домовленій ціні в обумовлений умовою момент часу.

Опціон дає право його утримувачеві купити або продати певну кількість акцій по курсу, зафіксованому в контракті (ціна виконання), на певну дату в майбутньому (європейський опціон) або протягом певного періоду (американський опціон) у особи, що виписала опціон, але без зобов'язання здійснювати цю операцію.

Якщо у момент закінчення терміну європейського опціону або протягом терміну американського опціону курс акцій, що купуються (що продаються), буде вигіднішим, його утримувач може відмовитися від реалізації опціону і купити (продати) акції по цьому вигіднішому курсу.

Продавець опціону зобов'язаний по умові контракту зробити операцію з власником опціону навіть при несприятливому для себе положенні на фондовому ринку. За це він отримує від покупця опціону відповідну плату (премію).

Таким чином, опціон виконується при умові, що це вигідно покупцю опціону.

Розрізняють котирувані (звертаються на біржі опціонів) і не котирувані (реалізуються в позабіржовому обороті) опціони.

### **Call-опціон**

Call-опціон ("колл-опціон") – це опціон на покупку певної кількості акцій у особи, що виписала опціон. При його реалізації курс покупки акцій:

$$R_{oe} = R_0 + P, \quad (6.1)$$

де  $R_0$  – ціна виконання,  $P$  – сплачена премія.

Умова відмови від реалізації опціону  $R_0 > R_m$ ,

де  $R_m$  – ринковий курс акцій, що склався.

**Приклад.** Придбаний опціон на покупку через 90 днів акцій за ціною  $R_0=102$  грн. за акцію. Сплачена премія рівна  $P = 1$  грн. за акцію.

Якщо через 90 днів курс акцій складе  $R_m=106$  грн., то  $R_0 < R_m$  ( $102 < 106$ ). Тому опціон реалізується при курсі покупки акцій  $R_{oe}=R_0+P=102+1=103$  грн. за акцію. Прибуток покупця опціону рівний  $-103$  (виконання опціону)  $+106$  (продаж акцій по ринковому курсу)  $= 3$  грн. на акцію.

Якщо через 90 днів курс акцій складе  $R_m=100$  грн., то буде виконано умову відмови від реалізації опціону  $R_0 > R_m$  ( $102 > 100$ ). Тому опціон не реалізується. Збиток покупця опціону рівний розміру сплаченої премії, тобто 1 грн. на акцію.

### **Put-опціон**

Put-опціон ("пут-опціон") – це опціон на продаж певної кількості акцій особі, що виписала опціон. При його реалізації курс продажу:

$$R_{oe} = R_0 - P, \quad (6.2)$$

де  $R_0$  – ціна виконання,  $P$  – сплачена премія.

Умова відмови від реалізації опціону  $R_0 < R_m$ ,

де  $R_m$  – ринковий курс акцій, що склався.

**Приклад.** Придбаний опціон на продаж через 90 днів акцій за ціною  $R_0=114$  грн. за акцію. Сплачена премія рівна  $P=1$  грн. за акцію.

Якщо через 90 днів курс акцій складе  $R_m=110$  грн., то  $R_0 > R_m$  ( $114 > 110$ ). Тому опціон реалізується при курсі продажу акцій  $R_{oe}=R_0-P=114-1=113$  грн. за акцію. Прибуток покупця опціону рівний  $110$  (покупка акцій по ринковому курсу)  $+113$  (виконання опціону)  $=3$  грн. на акцію.

Якщо через 90 днів курс акцій складе  $R_m=116$  грн., то буде виконано умову відмови від реалізації опціону  $R_0 < R_m$  ( $113 < 116$ ). Тому опціон не реалізується. Збиток покупця опціону рівний розміру сплаченої премії, тобто  $1$  грн. на акцію.

### **Стелаж**

Стелаж – це операція, при якій гравець продає або купує одночасно опціони call і put на одні і ті ж акції з однією і тією ж ціною виконання і датою закінчення контрактів.

Стелаж здійснюється у тому випадку, коли одні гравці чекають істотних коливань курсу тих або інших акцій, а інші чекають певної його стабілізації. Розрізняють стелаж продавця (стелаж вгору) і стелаж покупця (стелаж вниз).

Продавець стелажу розраховує на незначні коливання курсу акцій в ту або іншу сторону. Тому він продає одночасно опціони call і put на одні і ті ж акції. Продавець вважає, що коливання курсу будуть незначними і опціони пред'явлені до виконання не будуть.

**Приклад.** Гравець продає одночасно на одні і ті ж акції call-опціон за ціною  $70$  грн. за акцію з премією  $1$  грн. за акцію і put-опціон за ціною  $70$  грн. за акцію з премією  $1,4$  грн. за акцію. Термін виконання опціонів через  $60$  днів. Сукупний дохід від продажу опціонів рівний  $1+1,4=2,4$  грн. за акцію.

Якщо через  $60$  днів курс акцій складе  $68$  грн., то покупець put-опціона захоче його виконати. Продавець опціонів купить у нього акції за ціною  $70$  грн. за акцію і продасть на фондовому ринку по поточному курсу  $68$  грн. Прибуток продавця опціонів рівний  $2,4 - 70 + 68 = 0,4$  грн. на акцію.

Якщо через  $60$  днів курс акцій складе  $76$  грн., то покупець call-опціона захоче його виконати. Продавець опціонів продасть йому акції за ціною  $70$  грн. за акцію, заздалегідь купивши їх на фондовому ринку по поточному курсу  $76$  грн. Прибуток продавця опціонів рівний  $2,4 - 76 + 70 = -3,6$  грн. на акцію, тобто продавець опціонів в цьому випадку отримає збиток.

Чим більше змінюється курс в ту або іншу сторону, тим збитковіше це для продавця опціонів.

Покупець стелажу прогнозує значну зміну курсу акцій конкретної фірми, але сумнівається у напрямі цієї зміни (падіння або підвищення). Тому він розраховує на отримання прибули в результаті виконання одного з двох опціонів.

**Приклад.** Гравець купує одночасно на одні і ті ж акції call-опціон за ціною 70 грн. за акцію з премією 1 грн. за акцію і put-опціон за ціною 70 грн. за акцію з премією 1,4 грн. за акцію. Термін виконання опціонів через 90 днів. Покупець стелажу сплатив  $1 + 1,4 = 2,4$  грн. за акцію.

Якщо через 90 днів курс акцій складе 70,8 грн., то покупець опціонів виконає call-опціон, сплативши 70 грн. за акцію, і продасть ці акції на фондовому ринку по поточному курсу 70,8 грн. Прибуток покупця опціонів рівний  $-2,4 - 70 + 70,8 = -1,6$  грн. на акцію, тобто покупець опціонів в цьому випадку отримає збиток.

Якщо через 90 днів курс акцій складе 65,2 грн., то покупець опціонів купить акції на фондовому ринку по поточному курсу 65,2 грн. і виконає put-опціон за ціною 70 грн. за акцію. Прибуток покупця опціонів рівний  $-2,4 - 65,2 + 70 = 2,4$  грн. на акцію.

Чим більше змінюється курс в ту або іншу сторону, тим прибутковіше це для покупця опціонів.

### **Стренгл**

Стренгл – це покупка або продаж опціонів call або put на одні і ті ж акції з однаковим терміном закінчення контрактів, але з різною ціною виконання.

**Приклад.** Ціна виконання call-опціона 70 грн. за акцію, премія 0,6 грн. за акцію. Ціна виконання put-опціона на ці ж акції 64 грн. за акцію, премія 1,4 грн. за акцію. Термін виконання опціонів через 60 днів.

Якщо через 60 днів курс акцій складе 68 грн., то покупець опціонів відмовиться від їх виконання. Його збиток рівний розміру сплаченої премії, тобто  $0,6 + 1,4 = 2$  грн. на акцію.

Якщо через 60 днів курс акцій складе 74 грн., то покупець опціонів виконає call-опціон. Його прибуток рівний  $-70$  (виконання call-опціона)  $+ 74$  (продаж акцій на фондовому ринку)  $- 2$  (сплачена премія)  $= 2$  грн. на акцію.

Одночасна покупка або продаж двох різних опціонів на одні і ті ж акції служить інструментом страхування від фінансових втрат і джерелом отримання прибули від операцій.

### **Спред**

Спред – це операція з опціонами, при якій дохід гравця формується з різниці між премією, отриманою за проданий опціон, і премією, сплаченою за куплений опціон.

По типах розрізняють спред "бика" і спред "ведмедя", а по видах – купівля-продаж call-опціонів і купівля-продаж put-опціонів. Гравець одночасно продає і купує опціони на одні і ті ж акції конкретної фірми, але з різною ціною або часом дії контракту.

**Приклад.** Гравець "бик" розраховує на підвищення курсу акцій. Він купує call-опціон з ціною виконання 100 грн. за акцію і премією 1 грн. за акцію. Одночасно гравець продає такий же call-опціон з ціною виконання 110 грн. за акцію і премією 1,4 грн. за акцію. Термін виконання опціонів через 90 днів.

Первинний внесок у виконання спреда рівний  $1,4 - 1 = 0,4$  грн. на акцію.

Якщо через 90 днів курс акцій складе 112 грн., то обидва опціони будуть виконані. Гравець купить акції за ціною 100 грн. за акцію і вимушений буде їх продати за ціною 110 грн. за акцію. Прибуток гравця рівний  $110 - 100 + 0,4 = 10,4$  грн. на акцію.

Якщо через 90 днів курс акцій складе 108 грн., то опціон з ціною виконання 110 грн. за акцію реалізовано не буде. Гравець реалізує опціон з ціною виконання 100 грн. за акцію. Прибуток гравця рівний  $-100$  (виконання опціону)  $+ 108$  (продаж акцій на фондовому ринку)  $+ 0,4 = 8,4$  грн. на акцію.

Якщо через 90 днів курс акцій складе 98 грн., то опціони виконані не будуть. Прибуток гравця рівний  $0,4$  грн. на акцію.

Аналогічно розбираються та інші можливі спреди.

### **Права**

Права – це call-опціони, випущені підприємством на свої акції. Вони дають акціонерам переважні права відносно підписки на нову емісію звичайних акцій до їх публічного розміщення. Кожна акція, що знаходиться в обігу, отримує одне право. Одна акція отримується за певну кількість прав + грошова сума, рівна ціні підписки. Підписна ціна на нові акції зазвичай встановлюється нижче за ринковий курс акцій на момент випуску.

Права зазвичай мають короткий період дії (від двох до десяти тижнів з моменту емісії) і вільно звертаються до моменту їх виконання. Аж до певної дати старі акції продаються разом з правами, тобто покупець акції отримає і право, коли вони будуть випущені. Після цієї дати акції продаються без прав за нижчою ціною. Іноді права на популярні випуски акцій продаються на біржі, в інших випадках – на позабіржовому ринку.

Права не захищені від дроблення акцій і виплати дивідендів акціями.

### **Варанти**

Варрант на акцію (або просто варрант) – це call-опціон, виписаний фірмою на свої акції. Варранти зазвичай емітують на триваліший термін (наприклад, п'ять або більше років), ніж типові call-опціони. Випускаються також безстрокові варранти. Зазвичай варранти можуть виконуватися до дати закінчення, як американські опціони, але по деяких з них до можливого моменту погашення повинен пройти певний початковий період.

Ціна виконання варранта може бути фіксованою або змінюватися протягом дії варранта, зазвичай у бік збільшення. Ціна виконання у момент випуску варранта, як правило, встановлюється значно вище за ринкову ціну базового активу.

У момент випуску один варрант зазвичай дає право утримувачеві купити одну акцію за відповідною ціною виконання. Більшість варрантів захищені від дроблення акцій і виплати дивідендів акціями, тобто при дробленні акцій або виплаті дивідендів акціями варрант дозволить інвесторові купити більше або менше ніж одну акцію за ціною виконання, що змінилася.

Одна з відмінностей варранта від call-опціона – це обмежена кількість варрантів. Завжди випускається тільки обмежена кількість варрантів, яке скорочується у міру виконання варрантів. А call-опціон виникає, як тільки дві особи побажають його створити. Виконання call-опціона впливає на фірму не більше, ніж операція з її акціями на вторинному ринку. Виконання варранта надає певний ефект на положення підприємства; воно отримує більше коштів, збільшується кількість випущених акцій і скорочується кількість варрантів.

Торгівля варрантами ведеться на основних фондових біржах і на позабіржовому ринку.

### **Форвардні контракти**

Форвардний контракт – це домовленість, у відповідності з якою одна сторона зобов'язується купити, а інша – продати фіксовану кількість чогось по наперед обумовленій ціні у визначений контрактом майбутній період часу.

Фактично, до форвардних контрактів відносять будь-які угоди, виконання яких відбувається в майбутньому.

Основними суттєвими недоліками для цього виду похідних ЦП є відсутність ліквідності – неможливість перепродажі, а також ризик невиконання однією з сторін взятих зобов'язань.

### **Ф'ючерсні контракти**

Визначення ф'ючерсного контракту практично є ідентичним до форвардного. Відмінністю є *стандартизація* всіх його параметрів. Торгівля ф'ючерсними контрактами ведеться на організованих ринках, а гарантом виконання домовленості є спеціальна організація – *клірингова палата*.

**Ф'ючерсний контракт** (скорочено ф'ючерс) – це контракт на покупку певної партії товару за ціною, що влаштовує обидві сторони у момент укладення оборудки, а сам товар поставляється продавцем опісля досить тривалий час. **Ф'ючерс** – це цінний папір другого порядку, яка є об'єктом операцій на фондовому ринку.

Осіб, що купують і продають ф'ючерсні контракти, можна визначити як хеджерів або спекулянтів. Хеджери беруть участь у ф'ючерсних операціях в основному для зменшення ризику, оскільки дані особи або проводять, або використовують актив в рамках свого бізнесу. Спекулянти укладають ф'ючерсні контракти в цілях отримання прибули в короткі терміни.

Основними товарами, по яких полягають ф'ючерсні контракти, є зерно, дорогоцінні і кольорові метали, нафта і нафтопродукти.

З 1970-х років на основних біржах були упроваджені фінансові ф'ючерсні контракти на іноземну валюту, цінні папери з фіксованим доходом і ринкові індекси. За об'ємом торгівлі вони зараз мають набагато важливіше значення, ніж базисні активи і традиційні ф'ючерсні контракти.

Ф'ючерсний контракт на ринку фінансових активів – це договір між двома інвесторами, згідно якому один з них бере на себе зобов'язання після закінчення терміну договору продати іншому інвесторові (або купити у нього) певну кількість цінних паперів за заздалегідь обумовленою ціною.

Основна відмінність ф'ючерсу від опціону полягає в тому, що у ф'ючерсному контракті реалізується не право, а беззастережне зобов'язання особи, що уклала договір, у будь-якому випадку виконати контракт в зазначений в нім термін. Тому і фінансовий ризик, пов'язаний з ф'ючерсом, набагато вище, ніж при операції з опціоном.

Метою ф'ючерсних операцій є страхування (хеджування) від фінансових втрат у зв'язку з несприятливою кон'юктурою на ринку, а також збільшення прибули в результаті спекулятивних операцій на біржі. Торгівля ф'ючерсами дозволяє понизити ризик фінансових втрат у разі різких коливань цін, зменшити розмір резервного фонду, необхідного для покриття збитків, прискорити повернення в наявно-грошовій формі авансованого капіталу, понизити витрати звернення.

Об'єктом укладення ф'ючерсних контрактів на фондовому ринку є цінні папери без покриття – цінні папери, які фактично не належать продавцеві, а запозичуються їм у третьої особи під заставу в 40-60%.

*Приклад.* Гравець укладає ф'ючерсний контракт на продаж без покриття акції за ціною 100 грн. за акцію.

*Якщо на дату реалізації контракту курс акцій знизиться до 60 грн., то гравець викупляє акції і отримує прибуток  $100 - 60 = 40$  грн. на акцію.*

*Якщо на дату реалізації контракту курс акцій підніметься до 160 грн., то збиток гравця рівний  $160 - 100 = 60$  грн. на акцію.*

Зрозуміло, в реальності операції з фінансовими інструментами складніше і багато образніше в порівнянні з приведеними описами. Вони мають цілий ряд особливостей і нюансів, які можна досягнути виключно на практиці.

#### **4. Розрахунок ринкової вартості/курсу цінних паперів**

Класифікація цінних паперів здійснюється за багатьма різноманітними ознаками. Проте кожному інструменту повинні бути притаманні такі риси, як ліквідність, дохідність, надійність, самостійний обіг.

Емісійна ознака задається емітентом і державою та включає в себе: означення випуску, серію, номера, умови обігу, особливості випуску, розміщення, обігу та статусу.

До емісійних ознак **акцій** належить її емісійна ціна – ціна первинного ринку. Необхідно розрізняти також ринкову вартість акцій (курс):

$$KA = \frac{Див.}{D_{д.д.}} * 100\% = \frac{ЧП}{H} * 100\%, \quad (6.3)$$

де  $KA$  – курс акції;  $Див.$  – дивіденди;  $D_{д.д.}$  – дохідність банківських депозитів;  $ЧП$  – чистий прибуток;  $H$  – норма дивідендних виплат.

Суть формули полягає в порівнянні можливих доходів від розміщення грошей у ЦП і на депозит. Акція коштуватиме не більше за ту суму, яка, будучи покладеною на депозит, принесе дохід, що дорівнює дивіденду цієї суми.

Звідси курс акцій матиме вигляд:

$$KA = Ном. + ЗП, \quad (6.4)$$

де  $ЗП$  – засновницький прибуток;  $Ном.$  – номінал акції.

Курсоотворюючим фактором, крім номіналу, буде рівень засновницького прибутку і коефіцієнт ринкової кон'юнктури ( $K_{р.к.}$ ), який рівний:

$$K_{р.к.} = \frac{ОПП}{ОП}, \quad (6.5)$$

де  $ОПП$  – обсяг платоспроможного попиту на дані акції;  $ОП$  – обсяг їх пропозиції.

Вище розрахований коефіцієнт демонструє обґрунтованість ринкового котирування. Якщо він рівний 1, то це означає, що встановлений емітентом курс акцій правильний. Він дає змогу реалізувати весь випуск і отримати запланований засновницький прибуток. Якщо ж ця величина менша за 1, то можна передбачати завищення курсу, а відтак, і недорозміщення ЦП. Якщо більший 1, то можна говорити про певну недооцінку акцій емітентом, про наявність потенціалу приросту вартості.

Окрім номінального курсу акцій, у теорії і практиці досить часто оперують показниками балансового та ринкового курсу акцій.

Показник балансового (розрахункового) курсу корпоративних прав характеризує структуру власного капіталу підприємства. Він показує величину чистих активів, які припадають на одну акцію (частку, пай) і дорівнює вираженому в процентах відношенню між власним капіталом (ВК) і статутним капіталом (СК):

$$\text{Балансовий курс (БК)} = \frac{ВК}{СК} \cdot 100 \%. \quad (6.6)$$

**Приклад.** Розрахуємо балансовий курс акцій підприємства, якщо власний капітал підприємства характеризують такі наведені в балансі дані, тис. грн.:

<b>Актив</b>		<b>Пасив</b>	
1. Необоротні активи	600	1. Статутний капітал	550
2. Оборотні активи	300	2. Додатковий вкладений капітал	30
		3. Інший додатковий капітал	50
		4. Нерозподілений прибуток	10
		5. Вилучений капітал	(40)
		6. Зобов'язання	300

Баланс	900	Баланс	900
--------	-----	--------	-----

*Власний капітал підприємства становить 600 тис. грн. (550 + 30 + 50 + 10 – 40).*

*Балансовий курс акції дорівнює  $109\% = (600/550) \cdot 100\%$ .*

Основними чинниками, які впливають на величину балансового курсу, є величина капітальних резервів і резервів, сформованих за рахунок прибутку, нерозподілений прибуток (непокритий збиток) і статутний капітал. Якщо балансовий курс вище за номінальний, тобто перевищує 100 %, то це означає, що власний капітал перевищує статутний капітал, отже, у підприємства сформований додатковий капітал, резерви та (або) є нерозподілені прибутки.

У разі, якщо номінальний курс перевищує балансовий, тобто останній є меншим за 100 %, то це означає, що власний капітал підприємства є меншим за статутний капітал. Це можна спостерігати лише тоді, коли підприємство має непокриті резервним капіталом та іншими джерелами збитки. Якщо за даними фінансової звітності, яка подається на затвердження загальними зборами, власний капітал буде менше за статутний, то слід вжити заходів щодо санації підприємства, в т. ч. на основі зменшення статутного капіталу, залучення додаткових коштів, реорганізації тощо.

Ринковий курс акцій. Ринковий курс – це вартість, за якою акції можуть купуватися і продаватися на біржах, позабіржових торговельно-інформаційних системах та позабіржовому ринку. У країнах з розвинутим фондовим ринком ринковий курс акцій здебільшого встановлюється на фондовій біржі. Фондова біржа – це організований інститут, який зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх ринкового курсу. Правила фондової біржі, окрім іншого, повинні передбачати порядок торгівлі на біржі та механізм формування цін, біржового курсу та їх публікації.

Механізм визначення та/або фіксації ринкової ціни цінного папера називається котируванням. Котирувальна ціна – середньовиважена ціна, яка розраховується протягом біржового дня (торговельної сесії) до моменту, визначеного правилами біржі. Курсова ціна – середньовиважена ціна за угодами, здійсненими з початку біржового дня (торговельної сесії) до моменту, визначеного правилами біржі.

Ринковий курс залежить від співвідношення попиту та пропозиції на цінні папери. У свою чергу, покупці та продавці акцій при прийнятті відповідних рішень враховують такі чинники:

– очікування щодо майбутньої прибутковості та ліквідності об'єкта інвестування, які формуються на основі аналізу інформації про емітента, в т. ч.:

а) інформації щодо поточних і прогнозованих дивідендних виплат;

б) висновків аналітиків щодо якості фінансового стану емітента;

в) оцінки перспектив у виробничо-господарській сфері підприємства;

г) інших даних, які характеризують фінансовий стан і господарську діяльність емітента акцій.



- можливі зміни курсу акцій під впливом факторів, не пов'язаних з прибутковістю чи ліквідністю емітента, наприклад у результаті прийняття рішень щодо додаткових емісій, виплати дивідендів акціями, дроблення акцій тощо;
- наявність і прибутковість альтернативних об'єктів інвестування;
- загальноекономічне становище в країні та тенденції його розвитку (кон'юнктура, зростання, стагнація тощо);
- перспективи розвитку відповідної галузі;
- політичний вплив через політико-економічні рішення та державну фінансову політику;
- психологічні та спекулятивні чинники.

Слід враховувати, що акції не всіх емітентів можуть бути допущені до торгівлі на організованому фондовому ринку. Внесення акцій до списку цінних паперів, які котируються на фондовій біржі або можуть бути предметом укладення угод у торговельно-інформаційній системі, називається лістингом.

Згідно з нормативними актами правилами фондової біржі має бути передбачена наявність порядку допуску (лістингу) цінних паперів до офіційного та неофіційного котирування.

Ринковий курс корпоративних прав підприємства майже ніколи не збігається з балансовим курсом. Окрім іншого, це зумовлено тим, що сума власного капіталу майже ніколи не збігається із загальною ринковою вартістю акцій підприємства чи із вартістю, яку можна отримати в результаті продажу чистих активів або підприємства в цілому. Позитивну різницю між біржовим та балансовим курсом акції можна інтерпретувати як ринковий індикатор потенціалу прибутковості підприємства. З іншого боку, ця різниця може трактуватися як оцінка прихованих резервів, у т. ч. гудвілу, які є в розпорядженні підприємства, однак, недостатньо повно відображені в балансі.

Окрім балансового та ринкового курсу акцій, у науково-практичній літературі досить часто можна зустріти показник курсу акцій, визначений на основі розрахунку їх капіталізованої вартості. Зазначений курс розраховується як виражене у процентах відношення між капіталізованою вартістю (КВ) підприємства до його статутного капіталу (СК):

$$\text{Курс за капіталізованою вартістю ККВ} = \frac{EB}{СК} \cdot 100 \%$$

(6.7)

Цей підхід побудований на концепції теперішньої вартості очікуваних майбутніх доходів від володіння корпоративними правами. Капіталізована вартість підприємства – це приведена до теперішньої вартості величина майбутніх доходів на основі їх дисконтування (див. розд. 9). За порівняно стабільних доходів підприємства та ставки дисконтування капіталізована вартість може визначатися за формулою:

$$KB = \frac{ЧП}{r}, \quad (6.8)$$

де  $r = p / 100 \%$ ;  $p$  – ставка капіталізації; ЧП – чистий прибуток підприємства.

**Приклад.** Стабільний середньорічний чистий прибуток підприємства становить 100 тис. грн, ставка капіталізації – 12 %, статутний капітал – 550 тис. грн. Курс акцій, визначений за методом капіталізованої вартості, дорівнюватиме:

$$KB = 100\,000/0,12 = 833\,333,3 \qquad KKB = \frac{833\,333,3}{550\,000} \cdot 100\% = 151,5\%$$

Курс акцій, розрахований за методом капіталізованої вартості, характеризує "внутрішню" вартість акцій, яка формується на основі очікуваних майбутніх доходів.

Що стосується курсу додаткової емісії акцій, то в основі лежить вже не номінал, а реальний курс цих акцій. Останній, у свою чергу, коливається навколо "внутрішньої вартості" (BVA):

$$BVA = \frac{ЧАК}{КА}, \qquad (6.9)$$

де ЧАК – чисті активи корпорації; КА – кількість акцій.

Курсотворчим фактором тут є коефіцієнт ринкової кон'юнктури ( $K_{p.k.}$ ):

$$КА = КА_c * K_{p.k.}, \qquad (6.10)$$

де  $КА_c$  – курс акцій, що склався.

При  $КА_c$ , що дорівнює 1, курс акцій додаткового випуску відповідатиме курсу, який вже склався, і цінових змін на ринку не відбулося. Новий випуск вдало випускається в ринок, покривши незадоволений попит. Якщо ж цей коефіцієнт буде меншим за 1, то існує можливість падіння або обвалу курсу. (У даному випадку переоцінено емісійні можливості і місткість ринку.) Якщо ж коефіцієнт ринкової кон'юнктури перевищує 1, даний випуск (за інших рівних умов) не впливатиме на курс акцій. Емітент знову може проводити емісію.

**Облігації** їх ціна або ж прибутковість визначається в залежності від їх виду, скажімо прибутковість купонної облігації визначається розміром купонних виплат (проводяться з чистого прибутку, відносяться на витати, виплачуються і при умові збитковості), що визначається:

$$KB = \frac{H_{om.} * КП}{100\%}, \qquad (6.11)$$

де KB – розмір купонних виплат;  $H_{om.}$  – номінал; КП – купонний відсоток.

Ринковий курс облігації можна подати у такий спосіб:

$$PK = \frac{PЦ}{H_{om.}} * 100\%, \qquad (6.12)$$

де PK – ринковий курс облігації, %; PЦ – ринкова ціна облігації, грн.

Звідси, у свою чергу, ринкова ціна облігації рівна:

$$PЦ = \frac{H_{om.} * PK}{100\%}. \qquad (6.13)$$

Як і у випадку з акцією, курс і ціна облігації у першу чергу пов'язані з рівнем прибутковості будь-якого іншого альтернативного способу вкладення капіталу:

$$PC = H_{om.} * \frac{(1 + D_o)^n}{(1 + D_a)^n} * 100\%,$$

(6.14)

де  $D_o$  – прибутковість облігації – купонний відсоток за облігацію (у сотих частках відсотка);  $D_a$  – прибутковість альтернативних вкладень капіталу (у сотих частках відсотка);  $n$  – кількість років, що залишилась до погашення облігації.

Спрощено ринкову ціну облігації можна подати у такий спосіб:

$$PC = H_{om.} + C * n,$$

(6.15)

де  $C$  – сума річних купонних виплат за облігацією.

Таким чином, ціна облігацій залежать не лише від рівня прибутковості альтернативних інвестицій, а й від прибутковості самої облігації, терміну, на який вона випущена. Якщо облігація дисконтна то спрацьовує правило “довгі” гроші найкоротші (чим ближче до дати погашення тим дисконт менший).



## Тема 7. Ціноутворення на фінансовому ринку. Ціна капіталу

### 1. Завдання і принципи ціноутворення на фінансовому ринку

Згідно з класичним визначенням економічної теорії

**Ціна** – це грошовий вираз вартості того чи іншого товару

Ціна – це кількісний вираз тих витрат, які несе виробник, для того щоб отримати прибуток. Поняття ціни тісно пов'язане з поняттям ринкової вартості. Під ринковою вартістю фінансових інструментів мається на увазі вартість, що визначається витратами емітента. З іншого боку, для інвестора ціна – це грошовий вираз вартості цінних паперів, які він купує.

Завданнями ціноутворення на фінансовому ринку є:

- відображення реального співвідношення попиту і пропозиції;
- реалізація конкретних цілей ціноутворення;
- врахування різноманітних факторів.

До основних принципів ціноутворення відносяться такі:

- науковий підхід;
- цільове спрямування;
- можливість співставлення цін за різні періоди;
- врахування рівня цін на аналогічні фінансові інструменти;
- відображення реального рівня витрат на фінансові операції.

У процесі становлення фінансового ринку зростає значення системи формування цін на ньому. Ціни є найважливішою економічною категорією, регулятором економіки. У формуванні цін на фінансовому ринку беруть участь його учасники: емітенти й інвестори, посередники й спеціалісти. Система формування цих цін базується на таких основних принципах:

- цільове спрямування залежно від цінової політики і цінової стратегії;
- науковість, тобто обґрунтованість цілей ціноутворення, видів цін і окремих елементів ціни;
- вигідність, тобто відображення в ціні доцільності емісії цінних паперів або операції з ними;
- реальність або достовірність, відображення в ціні паперів фактичних витрат на емісію;

- можливість порівняння цін різних категорій цінних паперів;
- поєднання стратегії і тактики ціноутворення;
- спадна корисність (тобто чим більше цінних паперів на ринку, тим меншу цінність має кожна додаткова одиниця);
- відмінності в потребах інвестора;
- різниця в доходах інвестора. Доходи інвесторів або їх платоспроможність впливають на попит.

Принципи ціноутворення реалізуються залежно від стратегії ціноутворення. Стратегії ціноутворення розрізняють залежно від обраної мети:

- швидке отримання прибутку від продажу;
- завоювання частини ринку;
- встановлення високої початкової ціни (стратегія “зняття вершків”);
- встановлення низької початкової ціни;
- проникнення на ринок;
- встановлення ціни на основі калькуляції витрат;
- персональні взаємовідносини з клієнтом;
- анти витратний підхід;
- встановлення ціни на рівні ринкової.

Ціноутворення як процес формування ціни на ринку цінних паперів здійснюється за певними правилами, з використанням конкретних методів, на основі загальноприйнятих принципів з урахуванням окремих факторів.

На формування цін на фінансовому ринку впливають внутрішні та зовнішні фактори, які мають об’єктивний і суб’єктивний характер. Різноманітні фактори ціни на один той самий цінний папір можуть суттєво коливатися. В цілому на формування ціни на фінансові інструменти впливають: галузева незалежність емітента та територіальні умови його розміщення, ступінь технічної озброєності виробництва емітента, якість цінних паперів, специфіка окремих регіонів, інвестиційні характеристики ЦП та управлінські можливості емітента, заходи державного регулювання цін, врахування взаємозамінності, врахування цін на аналогічні ЦП та послуги на зовнішньому ринку, особливості системи формування цін на папери різних емітентів, конкуренція, монополізм, ступінь розвитку ринкових відносин, співвідношення між попитом і пропозицією, рівень податків.

На ціни на фінансовому ринку впливає конкуренція, оскільки державний бюджет, кредитний ринок і ринок ЦП не лише доповнюють один одного, а й конкурують між собою в залученні фінансових ресурсів. Факторами впливу на ціну є мінові витрати: емісійні, маркетингові та інші, що пов’язані з випуском і обігом цінних паперів.

## 2. Види та функції цін

На фінансовому ринку застосовується багато видів цін на фінансові інструменти. Ціни класифікуються за такими ознаками:



На ринку розрізняють такі види ціни:

- *номінальна* – зазначена на бланку цінного папера. Визначається в процесі емісії при випуску в обіг цінних паперів. Певною мірою це умовна величина, оскільки навіть на первинному ринку цінні папери можуть продаватися не за номінальною вартістю. Номінал інформує про те, яка частина вартості статутного капіталу припадає на одну акцію в момент формування акціонерного товариства або вирішення питання про обсяг статутного капіталу у разі його зміни;
- *емісійна* – ціна продажу ЦП при їх первинному розміщенні;
- *балансова* – визначається на підставі фінансової звітності підприємства як вартість майна акціонерного товариства, утвореного за рахунок власних джерел, поділена на кількість випущених акцій;
- *облікова* – за якою цінні папери обліковуються на балансі підприємства в даний момент;
- *курсова (ринкова)* – відображає співвідношення попиту та пропозиції;
- *біржова* – визначається в процесі біржових торгів;
- *дисконтована, або поточна* – визначається з урахуванням дисконтних множників і норм інвестування.

Ціна як інструмент ринку виконує низку функцій:

- *облікова* – в процесі ціноутворення на ринку фіксується повна вартість фінансового інструмента;
- *контрольна* – за допомогою встановлення різних цін здійснюється контроль за рухом вартості різних видів інструментів;

- *збалансування попиту і пропозиції* – при підвищеному попиті та скороченні пропозиції окремих видів фінансових інструментів ціни на них зростають; відповідно, при зменшенні попиту і зростанні пропозиції ціни падають;
- *перерозподільча* – в результаті відхилення ціни від вартості перерозподіляється між галузями економіки і регіонами, нагромадженням і споживанням;
- *управління* – ціна в умовах ринку визначає, в якій кількості і яких інвестиційних властивостях випускатимуться цінні папери, як буде здійснюватись їх випуск, з якими витратами і з яким прибутком, хто і які цінні папери купуватиме залежно від рівня доходів і бюджету споживання.

### 3. Механізм ціноутворення на фінансовому ринку

Головним чинником розподілу капіталу на ринку є механізм ціноутворення. Ціна грошового капіталу, яка формується на фінансовому ринку, визначається співвідношенням між попитом та пропозицією грошових коштів.

Попит (ПО) показує величину необхідної кількості грошових коштів, яку потенційні власники часток капіталу та кредитори готові використати за відповідних цін (дивідендів та відсотків) протягом певного відрізка часу. (При умові, що всі інші фактори – **const.**) Зниження ціни веде до відповідного зростання попиту. І, навпаки, підвищення ціни спричиняють його падіння. Залежність між ціною і попитом носить зворотній характер. (див. рис.1).

#### Динаміка попиту цін на фінансовому ринку Динаміка пропозиції цін на фінансовому ринку

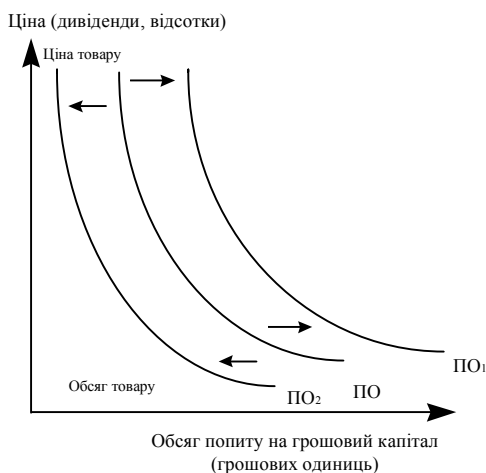


Рис. 1. Обсяг попиту на грошовий капітал (грошових одиниць)

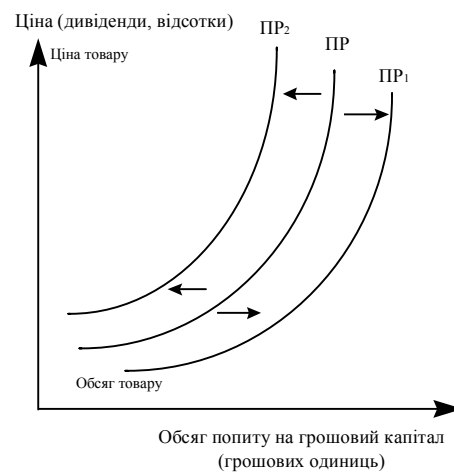


Рис. 2. Обсяг попиту на грошовий капітал (грошових одиниць)

Ця залежність має назву закону попиту (law of demand). При умові збільшення інвестицій та позик (за того ж самого рівня цін), відбувається зростання попиту. І відповідно, при скороченні можливостей споживачів, проходить зменшення попиту на грошовий капітал та рівня цін.

Динаміку пропозиції на фінансовому ринку можна зобразити таким графіком (Рис.2). Між ціною і пропозицією існує також певна залежність.

За умови незмінності (const) решти факторів залежність між ціною (рівнем дивідендів та відсотків) та обсягом грошового капіталу є прямою. Ця залежність називається законом пропозиції (law of supply). Готовність і спроможність продати більший обсяг грошового капіталу за ту ж саму ціну змістить криву з  $PP$  до  $PP_1$ . Зменшення пропозиції за тієї ж ціни змістить криву з  $PP$  до  $PP_2$ .

Коливання чи зміни попиту та пропозиції є не безкінечним процесом і рано чи пізно вони досягають якогось певного стану, який можна охарактеризувати як нормальний стан ринку по Вальрасу чи, з огляду на ціновий фактор, точкою чи станом з рівноважною ціною. Графічно це має такий вигляд. (рис.3)

### Рівноважна ціна та обсяг грошового капіталу, що визначається попитом і пропозицією

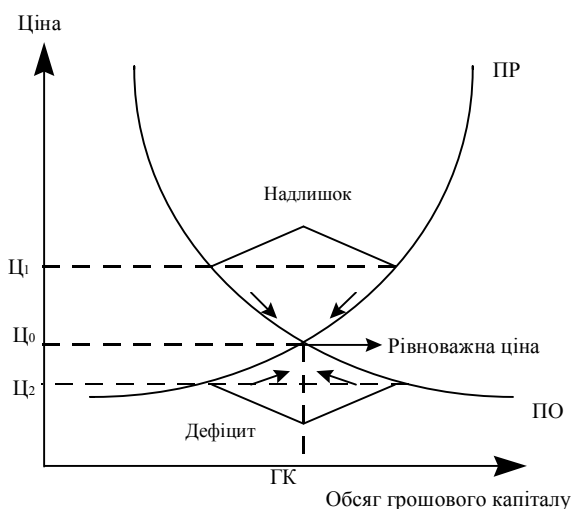


Рис. 3.

Надлишок пропозиції грошового капіталу утворюється при високій ціні, коли зменшується обсяг попиту.

У протилежній ситуації, коли рівень дивідендів та процентів дещо занижений, то виникає дефіцит грошового капіталу.

Що ж спонукає відмітку  $C_1$  знижуватися (падати) до позначки  $C_0$ , а відмітку  $C_2$  відповідно підніматися. Відповідь однозначна – конкуренція, але у I-му випадку вона існує (точиться) між продавцями і змушує їх знижувати ціну, а у II-му – між споживачами, що утворює стан “ненасиченості пропозиції” до, знову ж таки, моменту можливого росту ціни  $C_2$  до відмітки  $C_0$ .

Ціну  $C_0$  – називають ціною ринкового клірингу, або рівноважною ціною (equilibrium price). За такої ціни величина попиту та пропозиції на грошовий капітал зрівноважується. Але про нормальний стан ринку попиту і пропозиції ще зарано говорити, бо нормальний стан – це не просто середня усіх характеристик процесу за певний період часу. **Про нормальний стан системи можна говорити у тому випадку, коли існує такий механізм регулювання, який в разі коливань може знову і знову повертати систему у її природній стан.**

Ціни фінансового ринку на грошовий капітал фактично віддзеркалюють рівень доходності цього капіталу. Для позичкового капіталу доход виступає у вигляді



відсотків, для власників капіталу, що вкладають в акції компаній – у формі дивідендів та приросту капіталу, – котрий має місце в результаті подальшої купівлі-продажу акцій на фінансовому ринку.

На розподіл грошового капіталу в економіці впливає не тільки доход (ціна). Важливим фактором є ризик – ймовірність завдання збитків власникам грошового капіталу. Отже, розподіл грошового капіталу через фінансовий ринок здійснюється залежно від очікуваного доходу та ризику.

Дивіденди та відсотки встановлюються в залежності від величини прибутку, котрий одержується внаслідок інвестування грошового капіталу, а також залежно від тривалості періоду, по закінченні якого очікується цей прибуток.

**Номінальна відсоткова ставка** (stated, or nominal rate), котра під впливом попиту і пропозиції може змінюватися, включає такі компоненти:

$$k = k^* + ID + DRP + LP + MRP,$$

де  $k$  – номінальна відсоткова ставка;

$k^*$  – реальна або бездомішкова відсоткова ставка;

ID – інфляційна надбавка;

DRP – надбавка за ризик несплати;

LP – надбавка за ліквідність або ринковість;

MRP – надбавка за ризик, пов'язаний з терміном боргового зобов'язання.

З'ясуємо коротко суть кожного компонента.

**Бездомішкова відсоткова ставка** (pure rate of interest) рівна ставці, що встановлюється за безризиковими зобов'язаннями за умов відсутності інфляції. Названа також реальною (real rate) або вільною від ризику, (risk-free rate) фактично бездомішкова відсоткова ставка рівна відсоткам по короткострокових казначейських векселях або якихось інших короткострокових боргових зобов'язаннях уряду за умов відсутності інфляції.

**Інфляційна надбавка** (inflation premium). Виходячи з того, що інфляція є головним чинником, зміни купівельної спроможності грошових одиниць, що впливає на відсоткові ставки, та коефіцієнт реальної прибутковості інвестицій, виникає необхідність корекції грошових сум, їх індексування.

(За державними короткостроковими борговими зобов'язаннями загальна величина відсоткової ставки  $R_{T-bill}$  повинна бути рівна  $k^* + ID$ ).

На фінансовому ринку існують такі поняття як нетто-кредитор (net creditor), до яких належать ті кредитори, чиї фінансові активи перевищують пасиви, та нетто-дебітори, - такі боржники, в яких пасиви перевищують фінансові активи.

**Надбавка за ризик несплати** (default risk premium) – надбавка за ризик невиконання боргових зобов'язань позичальником, що виявляється в несплаті основного боргу або відсотків. (Державні цінні папери вважаються гарантованими від несплати.)

**Надбавка за ліквідність, або ринковість.** (Liquidity, or marketability premium).

Під ліквідністю або ринковістю цінних паперів мається на увазі можливість їхньої конвертації в гроші. Тут діють два важливих чинники:

по-перше, ціна, за якою зобов'язання можуть бути реалізовані;

по-друге, тривалість часу, що необхідний для реалізації цінних паперів.

Про ліквідність фінансових активів судять з можливості продати великий обсяг цінних паперів за короткий відрізок часу без значних знижок у ціні. Чим вищою є ринковість цінних паперів, тим більше можливостей здійснити велику операцію з ними за визначеною ціною.

Чим нижча ринковість боргових зобов'язань, тим нижчою має бути їхня ціна, щоб залучити до купівлі інвесторів.

Дуже важко визначити розмір надбавки за ліквідність. Існує диференціація номінальних відсоткових ставок за ліквідними та неліквідними цінними паперами, що становить 1% або навіть 2%.

**Надбавка за ризик, пов'язаний з терміном боргового зобов'язання** (maturity risk premium). Чим довший термін боргових зобов'язань, тим більший ризик коливання ринкової вартості цінних паперів.

Головне завдання цієї надбавки – зробити так, щоб власники грошового капіталу вкладали свої кошти в довгострокові, а не в короткострокові ЦП. Розмір такої надбавки за звичай визначити важко.

#### **4. Особливості ціноутворення на різні фінансові інструменти**

**Державні цінні папери.** За держаними ЦП рівень цін залежить від: 1) виду цінних паперів; 2) прийнятних умов або положень про їх випуск; 3) економічних і політичних умов, що склалися. Найпривабливішим державним цінним папером є державна облігація, яка випускається безпосередньо державою або місцевими органами влади.

Існує три види цін на облігації: *номінальна, емісійна та ринкова*. Існує два основних способи одержання доходів за облігаціями.

Перший полягає у тому, що інвестор купує облігації і залишається її власником до моменту погашення. При настанні дати погашення він подає облігацію (якщо вона паперова) або випуску з депозитарного рахунку емітента (свідчення про власність електронної облігації) та одержує гроші або чек на певну суму. Дохідність у цьому разі визначається виходячи з умов випуску (вказується, який річний відсоток виплачується). Якщо облігація відсоткова, то відсоток нараховується понад номінальну вартість. Якщо ж облігація дисконтна – відповідно зменшується емісійна ціна. У разі використання дисконтних облігацій із терміном погашення 1 рік та менше, дохідність визначається таким чином:

$$D = \frac{C_{\text{ном.}} - C_{\text{прод.}}}{C_{\text{прод.}}} * \frac{365}{t} * 100\%, \quad (7.1)$$

де  $C_{\text{ном.}}$  – номінальна вартість, тобто вартість, яка відшкодовується власнику облігації при її погашенні;  $C_{\text{прод.}}$  – ціна придбання, тобто ціна, за якою купується облігація;  $t$  – кількість днів до погашення облігації.

Другий спосіб полягає у тому, що власник облігації з якихось причин може забажати продати облігацію до настання терміну її погашення. Інвестор при цьому одержує дохід від продажу належних йому фінансових інструментів. Дохідність розраховується так:

$$D = \frac{(C_{\text{прод.}} - K_{\text{пр.}}) - (C_{\text{прод.}} + K_{\text{нк.}})}{C_{\text{прод.}} + K_{\text{нк.}}} * \frac{365}{t} * 100\%, \quad (7.2)$$

де  $C_{\text{прод.}}$  – ціна за якою облігація була продана;  $K_{\text{пр.}}$  – комісійні, що були виплачені при продажі облігації;  $C_{\text{прод.}}$  – ціна, за якою облігація була придбана;  $K_{\text{нк.}}$  – комісійні, що були виплачені при придбанні облігації;  $t$  – період, впродовж якого облігація перебувала у власності інвестора.

Таким чином, визначення дохідності пов'язане із визначенням джерела утворення доходу.

Крім того, облігація має ринкову вартість, яка визначається умовами позики і ситуації, що склалася на фінансовому ринку, в т.ч. на ринку облігацій.

Поточна дохідність облігації розраховується за формулою:

$$D_{\text{пот.}} = \frac{K}{C} * 100\%, \quad (7.3)$$

де  $K$  – ставка купона;  $C$  – курсова ціна облігації, тобто ціна на поточний момент.

При виплаті відсотків, наприклад, один раз на квартал, слід враховувати можливість реінвестування (нового вкладення) отриманих доходів, що збільшує дохідність у перерахунку на рік. Поточна дохідність розраховується у цьому випадку таким чином:

$$D_{\text{пот.}} = \left[ \frac{(1 + \kappa)^n}{C} - 1 \right] * 100\%. \quad (7.4)$$

**Акції.** За акціями розрізняють такі види вартості: 1) балансова вартість; 2) ринкова вартість; 3) порівняльна вартість; 4) поточна або дисконтна на вартість; 5) вартість скорегована на рівень інфляції.

Балансова вартість – бухгалтерська звітність. Порівняльна – дохідність акцій у співставленні з доходом за депозитами. Поточна (дисконтна) – з урахуванням коефіцієнта дисконтування:

$$K_{\text{д}} = \frac{1}{(1 + Y)^n}, \quad (7.5)$$

де  $n$  – період дисконтування;  $Y$  – норма інвестування (рівна ставці рефінансування НБУ).

Вартість акції скорегована на рівень інфляції:

$$Y + r = (1 + P)(1 + a), \quad (7.6)$$

де  $r$  – номінальна ставка дохідності;  $P$  – реальна ставка дохідності (рентабельності);  $a$  – темп інфляції.

При заснуванні акціонерного товариства курс акцій ( $K_a$ ) можна визначати так:

$$K_a = H + P_y, \quad (7.7)$$

де  $H$  – номінальна вартість акції;  $P_y$  – прибуток підприємства.

Для аналізу цінової ситуації на ринку акцій важливе значення має коефіцієнт ринкової кон'юнктури акцій ( $K_p$ ). Визначається він як відношення обсягу платоспроможного попиту до обсягу пропозиції. Якщо  $K_p < 1$ , то курс завищений і можна очікувати недорозміщення випуску; якщо  $K_p > 1$ , то акції недооцінені; якщо  $K_p = 1$ , то акції оцінені реально.

**Корпоративні та конвертовані облигації.** Ціна визначається за допомогою конверсійного еквівалента ( $K_e$ ). Це зведена ціна за якою повинні продаватися акції, щоб вони були абсолютно еквівалентні облигаціям:

$$K_e = \frac{\text{Ринкова ціна облигацій}}{\text{Кількість акцій}}. \quad (7.8)$$

Розмір купонних виплат за облигаціями визначається у відсотках до номіналу:

$$\text{Розмір купонних виплат} = \frac{H * \text{купонний відсоток}}{100\%}. \quad (7.9)$$

Ринковий курс облигації розраховується таким чином:

$$P_k = \frac{P_y}{H} * 100\%. \quad (7.10)$$

Ринкова ціна ( $P_y$ ) визначається за формулою:

$$P_y = H * (1 + D_o)^t / (1 + D_a)^t = H * 1 * c = H * P_k / 100\% + c * T(365 + t), \quad (7.11)$$

де  $H$  – номінальна вартість;  $t$  – кількість періодів до погашення;  $c$  – період купонних виплат за облигаціями, років;  $T$  – період від виплати за купоном до здійснення угоди купівлі-продажу, днів;  $D_o$  – дохідність облигації;  $D_a$  – дохідність акції.

Необхідно враховувати, що конвертована облигація коштує дорожче, ніж неконвертована, оскільки вона надає власнику додаткові права. Вартість її можна розрахувати так:

$$K_y = \frac{H}{K_{\text{конв.}}}, \quad (7.12)$$

де  $K_{\text{конв.}}$  – коефіцієнт конвертації, що розраховується як відношення конверсійної вартості до ринкової ціни і встановлюється як постійна величина на весь період конвертації.

## 5. Вартість капіталу

Однією із важливих передумов ефективного управління капіталом підприємства є оцінка його вартості. **Вартість капіталу** – це ціна, яку підприємство платить за його залучення з різних джерел.

Концепція такої оцінки виходить із того, що капітал має відповідну вартість, яка формує рівень операційних та інвестиційних витрат підприємства. Ця концепція є однією з базових у системі управління фінансовою діяльністю підприємства. При цьому вона не зводиться тільки до визначення ціни залученого капіталу, а визначається цілий ряд напрямів господарської діяльності підприємства в цілому.

Використовуваний залучений капітал формується за рахунок різних елементів, тому кожна його складова має бути оцінена окремо.

Розглянемо особливості оцінки й управління вартістю залученого капіталу в розрізі базових його елементів:

1. *Вартість фінансового кредиту* оцінюється в розрізі двох основних джерел його надання – банківського кредиту і фінансового лізингу.

Вартість *банківського кредиту*, незважаючи на різні його види, форми і умови, визначається на основі ставки відсотка за кредит, що формує основні витрати щодо його обслуговування.

Вартість залученого капіталу у формі банківського кредиту оцінюється за такою формулою:

$$ВБК = \frac{СВб \times (1 - Спп)}{1 - РВб}, \quad (7.13)$$

де *ВБК* – вартість капіталу, залученого у формі банківського кредиту, %; *СВб* – ставка відсотка за банківський кредит, %; *Спп* – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом; *РВб* – рівень витрат щодо залучення банківського кредиту до його суми, виражений десятковим дробом.

Управління вартістю банківського кредиту зводиться до мінімізації ставки відсотка за кредит, при незмінності його суми і терміну використання.

Вартість *фінансового лізингу* є однією із сучасних форм залучення фінансового кредиту. Вона визначається на основі ставки лізингових платежів, яка включає дві складові:

1) поступове повернення суми основного боргу. Він є річною нормою амортизації активу, залученого на умовах фінансового лізингу, відповідно до якого після його оплати він передається у власність орендатору;

2) вартість безпосереднього обслуговування лізингового боргу.

З урахуванням цих особливостей вартість фінансового лізингу оцінюється за такою формулою:

$$ВФЛ = \frac{(ЛС - НА) \times (1 - Спп)}{1 - РВфл}, \quad (7.14)$$

де  $V\PhiЛ$  – вартість капіталу, залученого на умовах фінансового лізингу, %;  $ЛС$  – річна лізингова ставка, %;  $НА$  – річна норма амортизації активу, залученого на умовах фінансового лізингу, %;  $РВфл$  – рівень витрат щодо залучення активу на умовах фінансового лізингу до вартості цього активу, виражений десятковим дробом.

Управління вартістю фінансового лізингу ґрунтується на двох критеріях:

а) вартість фінансового лізингу не повинна перевищувати вартості банківського кредиту, наданого на аналогічний період, інакше підприємству вигідно взяти довгостроковий банківський кредит для покупки активу у власність;

б) у процесі використання фінансового лізингу повинні бути виявлені такі ознаки, які мінімізують його вартість.

2. *Вартість капіталу, що залучається за рахунок емісії облігацій*, оцінюється на базі ставки купонного відсотка за нею, що формує суму періодичних купонних виплат. Якщо облігація продається на інших умовах, то базою оцінки є загальна сума дисконту за нею, що виплачується при погашенні. У першому випадку оцінка здійснюється за формулою:

$$BEO = \frac{СК \times (1 - Cnn)}{1 - EBo}, \quad (7.15)$$

де  $BEO$  – вартість капіталу, що залучається за рахунок емісії облігацій, %;  $СК$  – ставка купонного відсотка за облігацією, %;  $EBo$  – рівень емісійних витрат відносно обсягу емісії, виражений десятковим дробом.

У другому випадку при розрахунку вартості капіталу використовують таку формулу:

$$BEO = \frac{До \times (1 - Cnn) \times 100}{(Но - До) \times (1 - EBo)}, \quad (7.16)$$

де  $До$  – середньорічна сума дисконту за облігацією;  $Но$  – номінал облігації, що підлягає погашенню.

Управління вартістю залученого капіталу зводиться до розробки відповідної емісійної політики, що забезпечує повну реалізацію облігацій, які емітуються на умовах, не вище середньоринкових.

3. *Вартість товарного (комерційного) кредиту* оцінюється в розрізі двох форм його надання:

а) за кредитом у формі короткострокової відстрочки платежу;

б) за кредитом у формі довгострокової відстрочки платежу, оформленої векселем.

Розрахунок вартості товарного кредиту, наданого у формі короткострокової відстрочки платежу, здійснюється за такою формулою:

$$BTKк = \frac{(ЦЗ \times 360) \times (1 - Cnn)}{ПВ}, \quad (7.17)$$

де  $BTKк$  – вартість товарного (комерційного) кредиту, наданого на умовах короткострокової відстрочки платежу, %;  $ЦЗ$  – величина цінової знижки при

здійсненні платежу готівкою за продукцію, %;  $PВ$  – період надання відстрочки платежу за продукцію, у днях.

Оснoву управління цією вартістю складає обов'язкова оцінка її в річній ставці за кожним наданим товарним кредитом і її порівняння з вартістю залучення аналогічного банківського кредиту. Практика показує, що в багатьох випадках вигідніше взяти банківський кредит для постійної негайної оплати продукції і одержання відповідної цінової знижки, ніж користуватися такою формою товарного кредиту.

Розрахунок вартості товарного кредиту у формі довгострокової відстрочки платежу з оформленням векселем здійснюється за формулою:

$$ВТКд = \frac{СВв \times (1 - Спп)}{1 - ЦЗ}, \quad (7.18)$$

де  $ВТКд$  – вартість товарного кредиту у формі довгострокової відстрочки платежу з оформленням векселя, %;  $СВв$  – ставка відсотка за вексельний кредит, %.

Управління вартістю цієї форми товарного кредиту, як і банківської, зводиться до пошуку варіантів, які приводять до мінімізації розмірів даної вартості.

4. *Вартість внутрішньої кредиторської заборгованості підприємства* при визначенні середньозваженої вартості капіталу враховується за нульовою ставкою, оскільки є безкоштовним фінансуванням підприємства за рахунок даного виду позикового капіталу.

З урахуванням оцінки вартості окремих складових елементів залученого капіталу і питомої ваги кожного з цих елементів у загальній його величині може бути визначена середньозважена вартість залученого капіталу підприємства.



## **Тема 8. Фінансові та валютні ризики**

### **1. Поняття та класифікація фінансових ризиків**

Під інвестиціями слід розуміти вкладення коштів, що здійснюються з метою отримання доходу, прибутку. Звичайно, інвестиції поділяються на: 1) *прямі* – вкладення в реальні активи (виробництво), в управлінні яких беруть участь інвестори; 2) *портфельні (фінансові)* – вкладення в акції, облігації та інші ЦП, що дають право на отримання доходу від власності. Частина портфельних інвестицій – вкладення в акції підприємств різних галузей матеріального виробництва – іноді також розглядаються як *прямі*; 3) *реальні* – фінансові вкладення в землю, нерухомість, машини і обладнання, запасні частини тощо (разом із витратами оборотного капіталу); 4) *проектні* – кредити, що надаються реальному або потенційному власникові для реалізації прибуткового інноваційного проекту.

У ринковій економіці існують різні можливості для інвестиційних вкладень. При виборі юридичною чи фізичною особою напряму вкладення капіталу одним із головних критеріїв служить оцінка ризику. В цілому **ризик** у ділових операціях – це економічна категорія, що відображає ступінь успіху (невдачі) фірми в досягненні своїх цілей з урахуванням впливу контрольованих і неконтрольованих факторів. Операції з фінансовими інструментами завжди пов'язані з ризиком.

Фінансові ризики – це спекулятивні ризики. Інвестор, здійснюючи венчурне вкладення капіталу, заздалегідь знає, що для нього можливі лише два результати: прибуток або збиток. Особливістю фінансового ризику є ймовірність зазнати збитків у результаті проведення будь-яких операцій у фінансово-кредитній і біржовій сферах, здійснення операцій з фондовими цінними паперами, тобто ризику, який випливає з природи цих операцій, тому суть ризику полягає в імовірності настання або ненастання події з можливими негативними наслідками через обмеженість матеріальних і нематеріальних ресурсів.

У цілому фінансовий ризик як міру економічної або соціальної невизначеності можна охарактеризувати:

- *за величиною* – високий, середній і низький;
- *за ступенем допустимості* – **допустимий ризик**, коли втрачається частина доходу; **критичний (локальний) ризик**, при якому повністю втрачаються



доходи і виникає необхідність відшкодувати втрати; **катастрофічний ризик** повної втрати майна;

- *за об'єктами* – ризик підприємця, підприємства, банку, страхової компанії, тобто окремих юридичних і фізичних осіб;
- *за видом діяльності* – ризик виробничої, посередницької, торговельної, транспортної, консалтингової, страхової, охоронної та іншої діяльності;
- *за економічним змістом* – чистий ризик як об'єктивна можливість зазнати збитків (нульового результату) і спекулятивний ризик як суб'єктивна можливість отримання позитивного або негативного результату певної діяльності;
- *за характером* – операційний, інфляційний, кредитний, процентний, валютний. **Операційний ризик** пов'язаний із помилкою або неправильною організацією, неправильним вибором методу проведення тієї чи іншої фінансової операції. До цього виду ризику відносять і можливі помилки менеджерів. **Інфляційний ризик** визначається ступенем точності прогнозування інфляції та її впливу на результат фінансово-господарської діяльності. **Кредитний ризик** розглядається як ризик непогашення кредиту і несплати процентів за ним. **Процентний ризик** виникає у разі зміни процентних ставок за кредитними ресурсами, що надаються. **Валютні ризики** можливі у разі зміни курсів валют, а також політичної ситуації, коли курси валют незмінні, а можливості вільного обігу валют обмежені. Ці ризики пов'язані з переоцінкою статей балансу закордонних філій підприємств у національну валюту та при зворотних операціях. Валютні ризики властиві кліринговим розрахункам і товарообмінним, бартерним операціям;
- *за галузевою і територіальною ознакою* – загальноекономічний, галузевий, країни, регіональний тощо.

Виділяють такі основні види ризику:

- *систематичний ризик*, тобто ризик кризи фінансового ринку;
- *несистематичний ризик*, тобто ризик поєднання всіх видів ризику, пов'язаних із конкретними фінансовими інструментами;
- *селективний ризик* – ризик неправильного вибору цінних паперів для інвестування при формуванні портфеля;
- *часовий ризик* – ризик емісії, купівлі або продажу цінного паперу у невідповідний час, що тягне за собою втрати;
- *ризик законодавчих змін* (можуть змінитися умови емісії, вона може бути визнана недійсною і таке інше);
- *ризик ліквідності* – ризик, пов'язаний з можливістю втрат при реалізації цінного папера через зміну в оцінці його якості;
- *інфляційний ризик* – ризик того, що при високій інфляції доходи, які

отримують інвестори за фінансовими інструментами, знецінюються швидше, аніж зростають, інвестор зазнає реальних втрат.

Існує і багато інших видів ризику операцій із фінансовими інструментами. В Україні всі вони мають місце і породжуються наявною в країні політичною та економічною нестабільністю. Високий ступінь ризику не лише перешкоджає розвитку фінансового ринку, а й стимулює заощадження коштів населення і підприємств.

*Систематичний ризик* пов'язаний із загальною економічною і політичною ситуацією в країні та світі, зростанням цін на ресурси, загальноринковим падінням цін на фінансові активи. До категорії систематичних ризиків належать: *ризик зміни відсоткової ставки*, *ризик падіння загальноринкових цін* і *ризик інфляції*. *Ризик зміни відсоткової ставки* набуває особливої актуальності в умовах інфляції. *Ризик падіння загальноринкових цін* пов'язаний з одночасним падінням цін на всі цінні папери, що мають обіг на ринку. Цей ризик у першу чергу стосується операцій з акціями. Ступінь ризику різний для акцій різних емітентів. *Ризик інфляції* зумовлений зміною купівельної спроможності грошей і призводить до того, що вкладення навіть у найбезпечніші цінні папери можуть завдати збитків. Цей вид ризику існує в усіх країнах, тобто інфляція – загальносвітова тенденція. Відрізняється лише її річний рівень у різних країнах. У розвинутих країнах вважається нормальним щорічний рівень інфляції у 3%.

*Несистематичний ризик* пов'язаний із фінансовим станом конкретного емітента цінних паперів. Його оцінка потребує певних зусиль як із боку посередників ринку фінансових активів, так і з боку інвесторів. До категорії несистематичних відносять *ризик ліквідності*, *галузевий ризик*.

*Ризик ліквідності* – ризик, пов'язаний із можливістю втрат при реалізації цінного папера через зміни оцінки його якості. Ризик ліквідності нині один із найпоширеніших в Україні. Причиною цього є не лише загальне падіння ринку, а й реалістичніша оцінка того, що являє собою той чи інший емітент, скажімо біржа, де протягом біржового дня іноді укладалося лише декілька угод; фінансова або інвестиційна компанія, чий капітал зібраний для перекачування коштів або покриття збитків від "проїдання" статутних коштів у інших комерційних структурах, тощо.

*Галузевий ризик* – ризик, пов'язаний зі специфікою окремих галузей. З позиції цього виду ризику всі галузі можна класифікувати на: а) *підвладні циклічним коливанням* (галузі конструкційних матеріалів, виробництво обладнання тощо) та б) *менш підвладні циклічним коливанням* (виробництво товарів для населення та продовольчих товарів). Крім того, можливо класифікувати галузі на венчурні (ті, що виникають), "вмираючі", стабільно працюючі, швидко зростаючі молоді галузі, засновані на найпрогресивнішій технології (класифікація за стадією життєвого циклу, в якій перебуває галузь).

Галузеві ризики проявляються в змінах інвестиційної якості та курсової вартості цінних паперів та відповідних втратах інвесторів, залежно від приналежності галузі до того чи іншого типу та правильності оцінки цього фактору з боку інвесторів.

Таким чином, фінансовий ризик в економічній діяльності – це об'єктивний фактор, зумовлений дією стохастичних причин і чинників, зокрема конфліктністю ситуації прийняття рішень, невизначеністю цілей і наслідків дій, відсутністю повної та об'єктивної інформації щодо процесів, які відбуваються тепер чи відбуватимуться в майбутньому.

Фактори, які стосуються фінансового ризику і впливають на його рівень, умовно можна поділити на дві групи: об'єктивні й суб'єктивні.

*Об'єктивні фактори* – це ті, що безпосередньо не залежать від дій керівництва підприємства (фірми), але повинні враховуватися при підготовці й прийнятті рішень, наприклад, інфляційні процеси, дії конкурентів, політичні й економічні кризові явища, екологічні вимоги, митні пільги, режим найбільшого сприяння, можливість діяти у Вільних економічних зонах, зміни в податковій політиці держави тощо.

Група *суб'єктивних факторів* характеризує саме підприємство (фірму) та внутрішні умови його функціонування, зокрема виробничий потенціал, наявність висококваліфікованих працівників та управлінського персоналу, організацію діяльності фірми, наявність кооперативних зв'язків, рівень технології тощо.

Причини, які зумовлюють необхідність виникнення ризикових фінансових рішень на підприємстві, бувають внутрішнього і зовнішнього походження.

*Внутрішні причини* породжуються здатністю працівників системи управління ризикувати підприємством (фірмою), невизначеністю управлінських рішень (нововведень), організаційними неузгодженостями.

*Зовнішні причини* пов'язані з поведінкою контрагентів, впливом макроекономічних факторів, природно-кліматичними умовами та ринковою ситуацією.

З розвитком ринку змінюється ставлення інвесторів до різних цінних паперів. В Україні цінні папери стали порівняно новим фінансовим інструментом, який характеризується підвищеним ризиком. Інтереси інвесторів на ринку, наприклад, корпоративних цінних паперів, головним чином зводяться до таких моментів: *збереження і зростання капіталу; придбання цінних паперів, які за умовами обігу можуть замінити кошти; доступ* (шляхом придбання цінних паперів) *до дефіцитних видів продукції, послуг, майнових і немайнових прав; розширення сфери впливу і перерозподіл власності*. В умовах ринкових відносин виникає необхідність взаємного порівняння прибутку і ризику. Оптимальне поєднання цих категорій гарантуватиме ефективність вкладення капіталу. Якщо ефективність достатньо висока, то ризик вважається обґрунтованим.

## 2. Методи оцінки ризику на фінансовому ринку

Інвестування капіталу завжди пов'язане з вибором варіантів інвестування та ризиком. Вибір різних варіантів вкладення капіталу пов'язаний зі значною невизначеністю. В інвестуванні капіталу доводиться також іти на певний ризик, тобто вибирати ступінь ризику.

Фінансовий ризик, як і будь-який ризик, має математично виражену ймовірність настання втрат, яка спирається на статистичні дані і може бути розрахована з досить високою точністю. Щоб кількісно визначити величину фінансового ризику, необхідно знати всі можливі наслідки будь-якої окремої дії і ймовірність самих наслідків.

Визначення фінансового ризику здійснюється під час формування проблеми, прийняття фінансового рішення та вивчення ситуації, пов'язаної з ним, і полягає у:

- виявленні причин і факторів, які збільшують чи зменшують конкретний тип фінансового ризику;
- проведенні аналізу й ідентифікації виявлених причин і чинників;
- виділенні етапів і робіт, під час яких можуть виникати передумови фінансового ризику.

У статистичному аналізі величина (або рівень) ризику вимірюється двома критеріями: середнім очікуваним значенням (дисперсією) і коливанням, змінністю (варіацією можливого результату). Дисперсія при цьому вимірює можливий середній результат. Варіація показує міру або ступінь відхилення від фактичної середньої величини. Дисперсія при оцінці фінансового ризику підприємства являє собою середньозважену величину з квадратів відхилень дійсних фінансових результатів ризикованих вкладень від середніх очікуваних:

$$\sigma^2 = \frac{(x - \bar{x})^2}{n}, \quad (8.1)$$

де  $\sigma^2$  – дисперсія;  $x$  – очікуване значення для кожного випадку вкладення фінансових ресурсів;  $\bar{x}$  – середнє очікуване значення;  $n$  — кількість вкладень фінансових ресурсів (частота).

Середнє очікуване значення – це те значення величини події, яке пов'язане з невизначеною ситуацією. Середнє очікуване значення є середньозваженим для всіх можливих результатів, де ймовірність кожного результату використовується як частота або вага відповідного значення. Середнє очікуване значення вимірює результат, якого ми очікуємо в середньому.

Середня величина являє собою узагальнену кількісну характеристику і не дає змоги прийняти рішення на користь будь-якого варіанта вкладення капіталу. Для остаточного прийняття рішення необхідно виміряти змінність показників, тобто визначити міру змінності можливого результату. Змінність можливого результату – це ступінь відхилення очікуваного значення від середньої величини. Для цього

розраховують середнє квадратичне вiдхилення:

Середнє квадратичне вiдхилення визначається за формулою:

$$\sigma = \sqrt{\frac{(x - \bar{x})^2}{n}}. \quad (8.2)$$

Середнє квадратичне вiдхилення є iменованою величиною i вказується у тих же одиницях, у яких вимiрюється варіаційна ознака. Дисперсія i середнє квадратичне вiдхилення є мiрами абсолютної змiнності. Для аналізу використовується коефіцієнт варіації. Він являє собою вiдношення середнього квадратичного вiдхилення до середнього арифметичного i показує ступiнь вiдхилення отриманих значень. *Коефіцієнт варіації* – вiдносна величина, він вiдображає змiнність. Тому на його величину не впливають абсолютні значення показника, який вивчається. За допомогою коефіцієнта варіації є можливість порiвнювати навіть змiнність ознак, виражених у рiзних одиницях вимiру.

Коефіцієнт варіації обчислюється:

$$v = \frac{\sigma}{\bar{x}} * 100, \quad (8.3)$$

де  $v$  – коефіцієнт варіації;  $\sigma$  – середнє квадратичне вiдхилення;  $\bar{x}$  – середнє очiкуване значення.

Коефіцієнт варіації може змiнюватися вiд 1 до 100 %. Чим вищий цей коефіцієнт, тим сильнiшi коливання. Встановленою є така якiсна оцiнка значень коефіцієнта варіації: до 10 % – слабкi коливання фiнансового ризику вкладень; 10-25% – середнi, помiрнi коливання; понад 25 % – високi коливання фiнансового ризику. При використаннi дисперсії i варіації враховують, що фiнансовий ризик має математично визначену ймовiрність отримання фiнансового результату. Ця ймовiрність, у свою чергу, може бути визначена експертним шляхом або на пiдставi математичних розрахункiв частот ступеня фiнансового ризику. Розрахунок ймовiрності фiнансових ризикiв на основi дисперсії, варіації i середнiх величин як методiв статистичного аналізу в сучасних умовах є безперечно основним методом оцiнки фiнансових ризикiв пiдприємства.

Широко застосовуються й iншi аналітичнi методи оцiнки фiнансового ризику. Найперспективнiшим iз них є *факторний аналіз фiнансових ризикiв*. **Наприклад**, диверсифікований iнвестиційний ризик оцiнують за наявнiстю перспектив розвитку об'єкта iнвестицій, рiвнем конкуренції, кiлькiстю укладених договорiв i отриманих замовлень тощо, а недиверсифікований – за ставкою банківського вiдсотка за кредитами, iнфляційними очiкуваннями, загальними тенденціями розвитку економiки країни. Розраховуються коефіцієнти дiлової активності, фiнансової стійкостi, визначається ймовiрність настання банкрутства.

Останнiм часом активно використовується *метод експертних оцiнок*. Складаються рiзноманiтнi порiвняльнi характеристики рiвнiв ризику, визначаються рейтинги, готуються аналітичнi експертнi огляди. В принципі, кожний спеціаліст щоденно виступає в ролі експерта, приймаючи те чи iнше важливе рiшення. Крім того, особливо важливi рiшення можуть прийматися групою експертiв.

Одним із методів оцінки фінансових ризиків є *економіко-математичне моделювання*. Головне при цьому – правильний вибір моделі, виходячи з конкретної ситуації. Необхідно враховувати завчасно суб'єктивний характер тієї чи іншої моделі, що обирається, і робити поправку на певну схематичність, надлишкову зарегульованість або заданість фінансової ситуації. І все таки саме моделі дають змогу в цілому спрогнозувати конкретну ситуацію і оцінити можливу ймовірність фінансового ризику. Досить перспективною є *комп'ютерна імітація* фінансового ризику підприємства. В сучасних умовах створено певний набір готових програмних продуктів за його оцінкою. Майже кожне підприємство має можливість змоделювати фінансовий ризик індивідуально. При економіко-математичному моделюванні вибір критеріїв (цільової функції) і факторів (системи обмежень) пов'язаний зі стратегічною метою емітента або інвестора, який здійснює моделювання. Важливе значення має місце галузі, до якої належить емітент. Негативними характеристиками галузі є високі ступінь монополізації, велика кількість власників, затяжний виробничий спад.

Достатньо перспективним є *метод соціально-економічного експерименту*, який передбачає проведення окремих експериментів за типовими фінансовими ситуаціями. До недоліків методу можна віднести нетиповість багатьох фінансових ситуацій, що ускладнює поширення висновків, отриманих внаслідок окремих експериментів, на конкретні випадки фінансового життя підприємства.

На практиці при оцінці фінансового ризику широко застосовується *метод аналогій*. Спеціалісти, фінансові менеджери на підставі різних публікацій або практичного досвіду інших підприємств оцінюють ймовірність настання певних подій, отримання конкретного фінансового результату, ступінь фінансового ризику. На основі методу аналогій будується фінансова стратегія і тактика багатьох підприємств. Однак необхідно враховувати, що кожне підприємство має велику кількість властивих лише йому однієї особливостей кадрового, сировинного, галузевого характеру.

**Оцінка ризику** – свого роду мистецтво, засноване на поєднанні наукових методик та інтуїції експертів, аналітиків. Вона базується на одночасному врахуванні багатьох суперечливих факторів, використанні різноманітних теоретичних підходів і знанні прецедентів практики.

Систематичний фінансовий ризик достатньо точно прогнозується фундаментальними методами вивчення ринкової кон'юнктури. Аналіз кон'юнктури передбачає відстеження як поточного стану ринку, так і прогноз його розвитку. Спостереження, оцінка і виявлення тенденцій розвитку ринку об'єднані поняттям "*моніторинг*". Фундаментальні методи використовуються при довгостроковому прогнозуванні і базуються на аналізі сукупності макроекономічних показників. Вони розроблюються і використовуються службами кон'юнктурного передбачення, які створюються при дослідницьких інститутах та університетах, товарних і фондових біржах.

### ***3. Методи управління фінансовими ризиками***

Аналізуючи фінансові ринки країн, що розвиваються та будують ринкові відносини, в тому числі й Україна, спеціалісти роблять висновок про агресивність і високий ступінь ризику.

Учасники фінансового ринку України несуть такі ризики:

- *як емітенти;*
- *як інвестори;*
- *за операціями з цінними паперами за дорученням клієнтів чи як андеррайтер (якщо виступають як інвестиційний інститут – фінансовий посередник) та дилер на ринку цінних паперів.*

Тому діяльність суб'єктів фінансового ринку потребує особливих портфельних стратегій, спеціально підібраних фінансових інструментів, які б знижували ці ризики.

Фінансовими ризиками управляють за допомогою різних засобів і способів. Засобами управління фінансових ризиків є їх *уникнення, утримання, зниження ступеня*. Під **уникненням** ризику мають на увазі просте уникнення заходу, пов'язаного з ризиком. Однак уникнення ризику для підприємця означає відмову від отримання прибутку. **Утримання від ризику** – це залишення його за інвестором, тобто на його відповідальності.

**Передача ризику** означає, що інвестор передає відповідальність за фінансовий ризик комусь іншому, наприклад, страховому товариству. В даному разі передача ризику відбувається шляхом страхування фінансового ризику.

**Зниження ступеня ризику** – скорочення ймовірності і обсягу втрат. При виборі конкретного способу управління ризиком інвестор повинен виходити із таких принципів:

- *не можна ризикувати більше, ніж це дає змогу зробити власний капітал;*
- *необхідно думати про наслідки ризику;*
- *не можна ризикувати великим заради малого.*

Реалізація першого принципу означає, що, перш ніж вкладати капітал, інвестор повинен: визначити максимально можливий розмір збитку за даним ризиком, зіставити його з об'єктом вкладеного капіталу; зіставити його з усіма власними ресурсами і визначити, чи не призведе втрата цього капіталу до банкрутства інвестора. Обсяг збитку від вкладання капіталу може дорівнювати обсягу даного капіталу, бути більшим або меншим за нього. Обсяг збитку при прямих інвестиціях, як правило, дорівнює обсягу венчурного капіталу. При портфельних інвестиціях, тобто при купівлі цінних паперів, які можна продати на вторинному ринку, обсяг збитку значно менший від суми витраченого капіталу. Співвідношення максимально можливого обсягу збитку і обсягу власних фінансових ресурсів інвестора являє собою ступінь ризику, який призводить до банкрутства. Він вимірюється за допомогою коефіцієнта ризику:

$$Kp = I/C, \quad (8.4)$$

де  $Kp$  – коефіцієнт ризику;  $I$  – максимально можлива сума збитку, грн.;  $C$  – обсяг власних фінансових ресурсів з урахуванням точно відомих надходжень коштів, грн.

Дослідження ризикових заходів, проведених спеціалістами, дає змогу зробити висновок, що оптимальний коефіцієнт ризику становить 0,3, а коефіцієнт ризику, що веде до банкрутства інвестора, – 0,7 і більше.

Реалізація другого принципу потребує, щоб інвестор, знаючи максимально можливу величину збитку, визначив, до чого може призвести збиток, яка ймовірність ризику, і прийняв рішення про відмову від ризику, про взяття ризику на свою відповідальність чи про передачу ризику на відповідальність іншої особи.

Дія третього принципу особливо чітко проявляється при передачі фінансового ризику. У цьому разі він означає, що інвестор повинен визначити прийнятне для нього співвідношення між страховою премією і страховою сумою. *Страхова премія*, чи *страховий внесок*, – це плата за страховий ризик страхувальника страховику. *Страхова сума* – це грошова сума, на яку застраховані матеріальні цінності (або громадянська відповідальність, життя, здоров'я). Інвестор не повинен брати ризику на себе, якщо розмір збитку можливо більший, ніж страхова премія.

Для зниження ступеня фінансового ризику застосовуються, різні способи: *диверсифікація, придбання додаткової інформації, лімітування, страхування.*

**Диверсифікація** являє собою процес розподілу інвестованих коштів між різними об'єктами вкладення, які безпосередньо не пов'язані між собою. На принципі диверсифікації базується діяльність інвестиційних фондів, які продають клієнтам свої акції, а отримані кошти вкладають у різні цінні папери, що купуються фондом на ринку і дають постійний прибуток. Диверсифікація дає змогу уникнути частини ризику при розподілі капіталу між різними видами діяльності.

Інвестор іноді приймає рішення, коли результати не визначені і засновані на обмеженій інформації. Природно, що якби у інвестора була повніша інформація, він міг би зробити кращий прогноз і знизити ризик. Це робить інформацію товаром. Інформація є досить цінним товаром, за який інвестор готовий платити великі гроші, тому вкладення капіталу в інформацію стає однією із сфер підприємництва. При цьому вартість повної інформації – це різниця між очікуваною вартістю будь-якого винаходу, коли є повна інформація, і очікуваною вартістю, коли інформація неповна.

**Лімітування** – це встановлення ліміту, тобто граничних сум витрат, продажу, кредиту. Лімітування є важливим засобом зниження ступеня ризику і застосовується банками при видачі позик, при укладанні договору на овердрафт; суб'єктами господарювання – при продажу товарів у кредит (на кредитні картки), на дорожні чеки і єврочеки; інвесторами – при визначенні сум вкладення капіталу.

Сутність страхування виражається в тому, що інвестор готовий відмовитися від частини прибутків, тільки б уникнути ризику, тобто він готовий заплатити за зниження ступеня ризику до нуля. Фактично, якщо вартість страховки дорівнює



можливому збитку, інвестор, не схильний до ризику, захоче застрахуватися так, щоб забезпечити повне відшкодування будь-яких фінансових втрат. Страхування фінансових ризиків є одним із найпоширеніших способів його зниження. **Страхування** – це особливі економічні відносини. Для них обов’язкова наявність двох сторін: страховика і страхувальника. Страховик створює за рахунок платежів страхувальника грошовий фонд (страховий чи резервний). Для страхування характерні:

- *цільове призначення створеного грошового фонду, витрачання його ресурсів тільки на покриття втрат (надання допомоги) в обумовлених випадках;*
- *ймовірнісний характер відносин, оскільки заздалегідь невідомо, коли настане відповідальна подія, якою буде її сила і кого із страхувальників вона зачепить;*
- *поверненість коштів, тому що ці кошти призначені для виплати відшкодування втрат від усіх страхувальників, а не від кожного окремо.*

У процесі страхування відбувається перерозподіл коштів між учасниками створення страхового фонду: відшкодування збитків одному або декільком страхувальникам здійснюється шляхом розподілу втрат на всіх. Кількість страхувальників, які внесли платежі протягом того чи іншого періоду, більша від кількості тих, хто отримує відшкодування.

#### **4. Проблеми, форми та класифікація валютних ризиків**

Валютний ризик у системі фінансових ризиків посідає чільне місце, в зв’язку з тим, що основна маса операцій світового та міжнародного фінансових ринків здійснюється шляхом укладення угод у валютах провідних країн світу (ключових валютах). Вагому частку на ринку займають валютообмінні операції (форексний ринок). Проблема валютного ризику (ВР) в економічній теорії та на практиці вперше постала наприкінці 70-х років ХХ ст. Після підписання країнами – членами МВФ – Ямайської угоди (Кінгстон, Ямайка, 1976р.), відповідно до якої було офіційно визнано демонетизацію золота, скасовано його офіційну ціну й золотий паритет, введено міжнародну розрахункову одиницю СДР – спеціальні права запозичення (*SDR – англ. special drawing rights*), яка мала стати основою визначення валютних курсів національних валют, та введено режим вільного курсоутворення на базі “плаваючих” валютних курсів –флайтінг.

Найбільшої гостроти проблема валютного ризику набула у 80-х рр. та залишається на перспективу. Це пов’язано з різким зростанням обсягів міжнародних торговельних і фінансових операцій, непрогнозованими коливаннями валютних курсів, зростанням обсягів валютних спекуляцій, що спричиняє різке збільшення

залежності кінцевих фінансових результатів діяльності підприємств і фінансово-кредитних установ від валютного ризику.

Головним чинником валютних ризиків є коротко- та довгострокові коливання обмінних курсів, що залежать від попиту й пропозиції валюти на національних і міжнародних фінансових ринках. У довгостроковому періоді визначальну роль відіграє загальний економічний стан країни, рівень виробництва, збалансованість основних макроекономічних пропорцій, обсяги зовнішньої торгівлі тощо, а в короткостроковому – збалансованість окремих ринків і загальний стан ринкового й конкурентного середовища.

Колівання кількісних показників окремих чинників та їх певне співвідношення відіграють вирішальну роль у змінах валютних курсів, а тому можуть мати суттєвий вплив на характер виникнення і рівень валютного ризику.

Під **валютним ризиком** розуміють можливість грошових втрат суб'єктів фінансового ринку через коливання валютних курсів. Під суто економічним кутом зору такий ризик є наслідком незбалансованості активів і пасивів щодо кожної з валют за термінами і сумами.

За час існування системи вільного курсоутворення сформовані певні закономірності динаміки валютних курсів, що завдяки впливу на відсоткові ставки, спрямованість експортно-імпортних потоків, конкурентоспроможність товарів на зовнішніх ринках, умови перетікання капіталів тощо призводять до певних економічних наслідків. Головними закономірностями динаміки валютних курсів, що їх слід брати до уваги при організації управління валютними ризиками, є такі:

1. За відносної стабільності внутрішніх і зовнішніх цін коливання курсу національної валюти відображають зміну відносних цін, тобто зміну конкурентоспроможності товарів.
2. Наявність від'ємного сальдо платіжного балансу є відображенням того, що попит на іноземну валюту перевищує пропозицію, а це в свою чергу, призводить до знецінення національної валюти.
3. Перетікання капіталів із країни в країну залежить від рівня відсоткових ставок та очікуваних змін валютних курсів.

За характером і місцем виникнення валютні ризики поділяються на:

- операційні;
- трансляційні (*бухгалтерські*);
- економічні.

Операційний ризик пов'язаний з торговельними операціями, а також із грошовими угодами з фінансового інвестування та дивідендних платежів. Цей ризик може виникати під час підписання угод на здійснення платежів або отримання коштів в іноземній валюті в майбутньому.

Трансляційний (бухгалтерський) ризик пов'язаний з переоцінюванням активів і пасивів та прибутків закордонних філій в національну валюту, а також може

виникати рпи експорті чи імпорті інвестицій. Він впливає на показники балансу, що відображають звіт про одержані прибутки та збитки після перерахунків сум інвестицій у національну грошову одиницю.

Економічний валютний ризик пов'язаний з можливістю втрати доходів за майбутніми контрактами через зміну загального економічного стану як країн – партнерів, так і країни, де розташована компанія. Насамперед, він обумовлений необхідністю здійснення постійних розрахунків за експортними та імпортними операціями, інтенсивність яких, у свою чергу, може залежати від коливань валютних курсів.

Економічний валютний ризик підрозділяють на два види:

– *прямий*, коли передбачається зменшення прибутку за майбутніми операціями в наслідок зниження обмінного курсу валют;

– *опосередкований (побічний)*, пов'язаний з втратою певної частини конкурентоздатності вітчизняних виробників порівняно з іноземними.

Головним чином виникнення прямого економічного валютного ризику є майбутні експортно-імпортні угоди або валютні операції. Після підписання угоди і до настання терміну сплати за угодою економічний валютний ризик трансформується в операційний.

Опосередкований ризик характеризує можливість виникнення збитків, пов'язаних із зниженням конкурентоздатності компанії в порівнянні з іноземними товаровиробниками та експортерами у зв'язку зі зміною валютних курсів, високою валютною собівартістю та відносно низькими цінами на виготовлену продукцію.

## **5. Методи управління валютними ризиками**

Управління валютним ризиком передбачає проведення його детального аналізу, оцінку можливих наслідків та вибір методів страхування. Оцінка ризику передбачає визначення тривалості періоду ризику, суми коштів, що знаходяться під ризиком, та обсягу збитків за відповідними зобов'язаннями, що можуть виникнути в майбутньому. Тому передбачення валютних ризиків посідає чільне місце у стратегії планування діяльності підприємства чи фінансово-кредитної установи і є запорукою підвищення ефективності їхньої основної діяльності. Управління валютним ризиком базується на виборі відповідної стратегії менеджменту ризику, що містить у собі такі основні елементи:

- *використання всіх можливих засобів уникнення ризику, який призводить до значних збитків;*
- *контроль ризику та мінімізація сум імовірних збитків, якщо немає можливості уникнути його повністю;*
- *страхування валютного ризику в разі неможливості його уникнення.*

Схематично така стратегія менеджменту валютного ризику наведена на рисунку:

## Блок-схема оцінки валютного ризику



Відповідно до цієї схеми ми можемо спостерігати різні варіанти вибору стратегії: від нейтрального ставлення до ризику, до повного контролю і страхування всіх можливих валютних ризиків і валютних збитків.

Широко використовується метод страхування цінового ризику шляхом проведення протилежних операцій із різними видами біржових контрактів. Цей метод отримав назву хеджування.

**Хеджування** – купівля і/або продаж похідних цінних паперів (опціонів або ф'ючерсів) для того, щоб знизити ризик можливих втрат від майбутніх біржових угод.

Термін "хеджування" використовується у банківській, біржовій і комерційній практиці для визначення різних методів страхування, а також валютних ризиків. *Хеджування* можна розглядати як систему укладання термінових контрактів і угод, що враховує ймовірні в майбутньому зміни обмінних валютних курсів і ставить за мету уникнення несприятливих наслідків цих змін. В Україні хеджування розглядається як страхування від ризиків несприятливих змін цін на будь-які товарно-матеріальні цінності за контрактами і комерційними операціями, що передбачають поставку (продаж) товарів у майбутньому.

Контракт, що служить для страхування від ризиків зміни курсів (цін), має назву *хедж*. Суб'єкт господарювання, який здійснює хеджування, називається хеджер.

Існують дві операції хеджування: хеджування на підвищення; хеджування на зниження.

Хеджування на підвищення, або хеджування купівлею, являє собою біржову операцію з купівлі термінових контрактів чи опціонів. Хедж на підвищення застосовується в тих випадках, коли необхідно застрахуватися від можливого підвищення цін (курсів) у майбутньому. Він дає змогу встановити купівельну ціну набагато раніше, ніж був придбаний реальний товар. Припустимо, що ціна товару (курс валюти чи цінних паперів) через три місяці зросте, а необхідний товар надійде через три місяці. Для компенсації втрат від очікуваного підвищення цін слід купити зараз за сьогоднішньою ціною терміновий контракт, пов'язаний із цим товаром, і продати у момент, коли буде купуватися товар. Оскільки ціна на товар і пов'язаний із ним терміновий контракт зміняться пропорційно в одному напрямку, то куплений раніше контракт можна продати дорожче на стільки, на скільки зросте до цього часу ціна на товар. Таким чином, хеджер, здійснюючи хеджування на підвищення, страхує себе від можливого підвищення цін у майбутньому.

Хеджування на зниження, або хеджування продажем, – це біржова операція з продажу термінового контракту. Хеджер, який здійснює хеджування на зниження, передбачає здійснити в майбутньому продаж товару, і тому, продаючи на біржі терміновий контракт або опціон, страхує себе від можливого зниження цін у майбутньому. Припустимо, що ціна товару (курс валюти, цінного папера) через три місяці знизиться, а товар необхідно буде продати через три місяці. Для компенсації передбачених втрат від зниження цін хеджер продає терміновий контракт сьогодні за високою ціною, а під час продажу свого товару через три місяці, коли ціна на нього впала, купує такий же терміновий контракт за заниженою (майже на стільки ж) ціною. Таким чином, хедж на зниження застосовується в тих випадках, коли товар необхідно продати пізніше. Хеджер намагається знизити ризик, який викликаний невизначеністю цін на ринку, за допомогою купівлі чи продажу термінових контрактів. Це дає можливість зафіксувати ціну і зробити прибутки і витрати передбачуванішими. При цьому ризик, пов'язаний із хеджуванням, не зникає. Його беруть на себе спекулянти, тобто підприємці, які йдуть на певний, заздалегідь розрахований, ризик. Хеджування може здійснюватися як із допомогою валютного опціону, так і через форвардну угоду.

**Валютний опціон** – це право покупця купити і зобов'язання продавця продати певну кількість однієї валюти в обмін на іншу за фіксованим курсом на заздалегідь узгоджену дату або впродовж узгодженого періоду. Таким чином, опціонний контракт обов'язковий для покупця. Суб'єкт господарювання купує валютний опціон, який надає йому право (але не зобов'язання) придбати певну кількість валюти за фіксованим курсом в обумовлений день (європейський стиль).

Перевагами хеджування за допомогою опціону є повний захист від несприятливої зміни курсу валюти. Недоліком є витрати на оплату опціонної премії.

**Форвардна операція** являє собою взаємне зобов'язання сторін провести валютну конверсію за фіксованим курсом на заздалегідь обумовлену дату. Терміновий, або форвардний, контракт – це зобов'язання для двох сторін (продавця і покупця). Продавець зобов'язаний продати, а покупець купити певну кількість валюти за встановленим курсом у певний день.

Переваги форвардної операції проявляються у відсутності передчасних витрат і в захисті від несприятливої зміни курсу валюти. Недоліком є потенційні втрати, пов'язані з ризиком втраченої вигоди.

Спекулянти на ринку термінових контрактів відіграють значну роль. Беручи на себе ризик, сподіваючись отримати прибуток при грі на різниці цін, вони виконують роль стабілізатора цін. При купівлі термінових контрактів на біржі спекулянт робить гарантійний внесок, яким і визначається величина ризику спекулянта. Якщо ціна товару (курс валюти, цінних паперів) знизилася, то спекулянт, який купив раніше контракт, втрачає суму, що дорівнює гарантійному внеску. Якщо ціна товару виросла, то спекулянт повертає собі суму, яка дорівнює гарантійному внеску, і отримує додатковий прибуток від різниці в цінах товару і купленого контракту. В цьому разі суб'єкт господарювання бере на себе ризик і мимоволі стає спекулянтом, розраховуючи на сприятливу цінову динаміку. При цьому вартість активів перебуває у прямій залежності від ціни контракту.

Терміновий ринок, інструменти якого застосовуються з метою зниження фінансового ризику, є одним із найбільш динамічно зростаючих сегментів. Інтернаціоналізація світового фінансового ринку розкриває дедалі ширші можливості використання строкових угод на ринках різних країн і забезпечує страхування інвесторів від можливих втрат коштів у процесі їх вкладання у різні фінансові інструменти.

Сьогодні існує ціла низка досить ефективних методів страхування валютних ризиків, що можуть бути використані різними суб'єктами фінансового ринку залежно від конкретних умов і завдань їхньої діяльності. Під цими методами розуміють певні фінансові операції, що дозволяють повністю або частково уникнути ризику збитків, що виникають через зміну валютних курсів, або ж отримати прибуток, джерелом якого є ця зміна.

З-поміж методів страхування валютних ризиків потрібно назвати такі:

1. Структурне збалансування активів, пасивів, кредиторської та дебіторської заборгованості.
2. Зміна термінів платежів.
3. Форвардні угоди.
4. Операції "своп".
5. Опціонні угоди.
6. Фінансові ф'ючерси.
7. Кредитування та інвестування в іноземній валюті.

8. Реструктуризація валютної заборгованості.
9. Паралельні позички.
10. Лізинг.
11. Дисконтування вимог в іноземній валюті (форфетування).
12. Використання валютних коштів.
13. Здійснення платежів за допомогою зростаючої валюти.
14. Самострахування.

В економічній практиці вказані методи часто переплітаються між собою, а окремі фінансово-кредитні установи використовують, як правило, не один, а водночас кілька методів.



## **Тема 9. Фондові індекси**

### **1. Поняття індексів**

Для інтегральної оцінки стану фінансового ринку спеціалісти вже понад сто років використовують індекси. Інвесторів цікавить не лише динаміка цін на акції певної компанії, а й загальна тенденція всього ринку. Саме для цього практично всі біржі мають власні системи агрегатних індексів, які відображають рівень і динаміку цін на певний пакет акцій. Як правило, цей пакет складається з акцій компаній, що належать до різних галузей промисловості та фінансової сфери. При цьому акції мають входити до лістингу біржі.

Розвиткові ринку цінних паперів сприяє підвищення його інформаційної прозорості. При здійсненні операцій із цінними паперами важливо знати динаміку конкретних видів курсів, правильно оцінювати дію всіх факторів, які впливають на цю динаміку.

Здійснення операцій на закордонному ринку цінних паперів неможливе без використання великих масивів статистичної інформації. Найкомпактнішу картину про стан і динаміку фондового ринку дають індекси, які є цифровими статистичними показниками, що виражають (звичайно у відсотках) послідовні зміни певних явищ. *Індекс являє собою відношення порівнюваної (фактичної, планової) величини до певної (попереднього періоду, планової) величини, яку приймають за базу.*

**Біржовий індекс** – середні або середньозважені показники курсів цінних паперів, як правило, акцій.

Індекси ділової активності достатньо адекватно відображають кон'юнктуру ситуацію і допомагають дати прогноз її зміни.

➤ *По-перше*, індекси дають змогу формально описувати складні явища, тобто вирішують завдання зменшення кількості параметрів, за якими оцінюється певна сукупність об'єктів.

➤ *По-друге*, індекс у локальній системі координат можна інтерпретувати як певну базову точку відліку (наприклад, для визначення мінімально допустимої доходності портфеля).

➤ *По-третє*, у ряді випадків індекси розв'язують проблему "статистичної неповноти". Так, багато які об'ємні індикатори неможливо використовувати щодо



окремих акцій, але можна – щодо зв'язку фондового індексу та сукупних обсягів.

Індекси використовують у таких напрямках:

1. Індекс як індикатор стану економіки (узагальнюючих характеристик макро-економічної ситуації та інвестиційного клімату). Індекс має відображати довгострокові тенденції розвитку економіки, демонструвати різницю в рівнях розвитку галузей промисловості. Такий індекс повинен базуватися на широкій вибірці, щоб із неї можна було вибрати галузеві складові. Споживачами такого індексу є органи державного регулювання економіки, великий бізнес, громадська думка.

2. Індекс як індикатор та інструмент аналізу і прогнозування кон'юнктури ринку цінних паперів. Цей підхід полягає в тому, що індекс повинен відображати поточну ситуацію на ринку та простежувати локальні коливання кон'юнктури. Споживачі: професійні учасники ринку цінних паперів, у першу чергу інвестори та керуючі портфельними інвестиціями.

3. Індекс як основа для інструментів хеджування на фінансовому ринку ф'ючерсних і опціонних контрактів. У даному разі використовують індекси як базовий актив із метою страхування від цінових ризиків. Споживачами є керуючі великими інвестиційними фондами з консервативною стратегією.

4. Індекс як індикатор портфеля акцій і орієнтир при оцінці ефективності управління портфелями клієнтів. У даному разі слід говорити про індекс як індикатор стану певного портфеля цінних паперів. Порівнюючи дохідність портфеля з певним "середнім" поступом ринку, можна зробити висновок про якість управління.

Кожен індекс має такі характеристики: *список індексу (набір акцій-представників); метод зведення до середнього; види ваг до курсових вартостей акцій; базисне значення індексу; статистична база.*

➤ **Список індексу.** Головний критерій відбору акцій компаній для складання списку індексів – репрезентативність (коливання цін на дану акцію повинне відображати загальні коливання цін на акції емітентів галузі).

➤ **Метод зведення до середнього.** Це може бути метод арифметичної або геометричної середньої.

➤ **Види ваг.** При зважуванні акцій, що входять до списку індексу, можуть бути обрані такі вагові коефіцієнти: курсова вартість акцій компаній; капіталізація компанії-емітента.

➤ **Базисне значення індексу.** Всім індексам, крім індексів із ціновим зважуванням, притаманна така характеристика, як базисне значення індексу. Це його величина за рік, узятий за базу.

➤ **Статистична база.** За статистичну базу беруться результати торгів на фондовій біржі або на торгах позабіржового інституту ринку цінних паперів, або на їх сукупності.

Отже, біржовий індекс являє собою число, що характеризує рівень або

динаміку цін на акції, що входять до біржового лістингу, станом на певний момент часу.

Біржові індекси іноді розраховуються як середньозважена величина, що визначається з урахуванням не тільки відносних змін, а й абсолютної ціни акцій компаній, які створюють кошик індексу.

У світовій практиці використовують чотири методологічних прийоми для побудови опосередкованих індексів зміни курсів акцій. Ці проблеми зводяться до розрахунків за відповідний період:

- *темів зміни середньоарифметичної ціни акцій певної кількості обраних корпорацій (індекс Доу-Джонса);*
- *темів зростання (зниження) середньозваженої (за кількістю акцій в обігу) ціни переважної більшості акцій корпорацій (індекси "Стандарт енд Пулз" та "Уілішп-5000");*
- *середньоарифметичного значення темів приросту (зниження) цін акцій;*
- *середньогометричного значення темів зміни цін акцій (індекс "Велью Лайн").*

Базою відліку вважається день, коли значення індексу дорівнювало 100 або 1000. Із зростанням або падінням цін на акції їх середнє значення також зростає або падає, відповідно й зростає або падає значення індексу.

Стадії розрахунку середньої та її індексування є суто алгебраїчними, вони покликані надати фондовому індексу зручної та порівняної форми. Як свідчать розрахунки, при інших рівних умовах не важливо, який принцип вибрати за основу, – арифметичний чи геометричний.

Математичні індекси являють собою компіляцію чисел (цін) для отримання одного числа, яке дає можливість оцінити його складові частини. Сума всіх чисел прирівнюється до більш відповідного числа (часто до 100 або 1000), і це опосередковане число використовується як основа, що дає можливість подати всі складові цього числа. В основі побудови всіх індексів використовується методика розрахунку трьох величин:

- *простого середньоарифметичного або середньогометричного;*
- *середньозваженого арифметичного;*
- *середньоарифметичного цін на акції компаній.*

(Використання методики розрахунку простого середньоарифметичного цін на акції компаній дає можливість прослідкувати через динаміку цін на акції динаміку індексу. Проблема цього методу в тому, що він дає однакові ваги значення цін кожної акції компанії, не відбиваючи при цьому розміру компанії. Оскільки портфель інвестицій навряд чи може містити однакову кількість акцій щодо кожної інвестиції (тобто він скоріше матиме акції відносно схожі за грошовою вартістю), то можна побачити, що такий індекс має дуже малу цінність як орієнтир для виміру результатів або для імітації портфеля.

Середньогогеометричне розраховується шляхом знаходження кореня відповідного ступеня з добутку кожної ціни акцій, які повинні входити до індексу, та ділення результату на "n", де "n" – кількість цін у розрахунках.

Середньозважене арифметичне схоже при розрахунку на просте середньоарифметичне за винятком того, що для найкращої імітації портфеля необхідне множення ціни кожної акції на кількість акцій в емісії кожної компанії.

При цьому особливо важливим моментом є визначення базової дати, з якої починається підрахунок фондового індексу, в подальшому ця дата та базове значення індексу, яке їй відповідає (як правило, ціле число), стає базисом для аналізу успішного існування фондового ринку за час існування індексу.)

Індекси ділової активності фондового ринку можна поділити на три групи:

1. *Індекси з ціновим зваженням (використовують метод середньоарифметичної).*

У цьому разі підсумовуються ціни всіх акцій, які входять до індексу. Отримана сума ділиться на певну постійну величину – дільник, щоб визначити середню ціну.

На практиці використовують таку формулу:

$$I = \frac{\sum_{i=1}^n P_i}{D}, \quad (9.1)$$

де  $P_i$  – ринкова ціна  $i$ -тої акції;  $n$  – кількість акцій в індексі;  $D$  – поправочний коефіцієнт, який дає можливість порівнювати значення індексу в різні терміни часу у зв'язку зі змінами списку індексу:

$$D = \frac{I_1}{I_2},$$

де  $I_1$  – значення індексу в поточному періоді, яке не порівнюється зі значенням індексу в базисному періоді у зв'язку зі зміною списку індексу:

$$I_1 = P_1 + \dots + P_{i_1} + \dots + P_n,$$

де  $P_{i_1}$  – ціна акції, нововведеної до списку;  $n$  – кількість акцій у списку;  $I_2$  – умовне (обраховане за старим списком індексу) значення індексу в поточному періоді:

$$I_2 = P_1 + \dots + P_{i_0} + \dots + P_n$$

де  $P_{i_0}$  – ціна акції, яка виводиться зі списку.

Таким чином, індекс у поточному періоді, розрахований на основі нового списку, буде порівнянним з індексом у базисному періоді:

$$I_1 = \frac{I_1}{D}. \quad (9.2)$$

2. *Індекси з ринковим зваженням (використовують метод середньої арифметичної).*

За цим методом ціни акцій, які входять до індексу, множаться на відповідну кількість акцій в обігу та підсумовуються для отримання їх сукупної ринкової вартості на цей день. Отриманий результат ділять на перший день розрахунку індексу

і цю величину множать на вільно визначене вихідне значення індексу.

У загальному вигляді формула розрахунку подібних індексів має вигляд:

$$I = \frac{\sum_i MC_{it}}{\sum_i MC_{io}} * I_o, \quad (9.3)$$

де –  $MC_{it}$  – ринкова ціна (капіталізація) корпорації в період  $t$ ;  $MC_{io}$  – ринкова ціна акції (капіталізація) корпорації в період  $o$ ;  $I_o$  – базисне значення індексу.

*3. Індеси з рівним зваженням (використовується як метод арифметичної, так і метод геометричної середньої).*

Індекс обраховується щоденно шляхом множення значення індексу за попередній день на середнє арифметичне відносних значень цін акцій індексу, які підраховуються щоденно. Відносне значення ціни – це відношення ціни сьогоднішнього дня до ціни попереднього дня.

З точки зору методики розрахунків усі індекси можуть бути поділені на дві групи: *індекси стану* та *індекси динаміки*. В основі перших лежить ціновий фактор, і вони, в принципі, мають вартісну розмірність. В основі лежить не сама вартість, а величина її зміни за визначений проміжок часу. Більшість індексів належить до першої групи і розраховується як середнє арифметичне з наданих до розгляду акцій (зважене – S&P-500 або зважене за кількістю проданих акцій – індекс Доу-Джонса). Найвідомішим індексом другого типу є індекс FT-SE-30. в основі якого лежить добуток відносних цін акцій (темів зростання), які входять до лістингу за котируванням на поточний день, до ціни попереднього дня.

## **2. Види індексів та їх місце на фінансовому ринку**

Усі фондові індекси можуть бути класифіковані за такими ознаками: за місцем розрахунку та розповсюдження; за кількістю поданих в індексі компаній і часткою охоплення фондового ринку; за методикою розрахунку та характером використання.

У світовій практиці виділяють індекси: інтегральні (усереднені), що характеризують у цілому стан досліджуваного ринку одним синтетичним (узагальненим) показником; часткові (локальні), що доповнюють інтегральний показник характеристикою окремих елементів або напрямків цього ринку.

Іншим критерієм розподілу індексів є склад сукупності досліджуваних об'єктів. Виходячи з цього, індекси є інтернаціональні (багатонаціональні), національні, секторні та субсекторні.

Зміну значень індексів звичайно розглядають як показник попиту на ринку. Зростання чи падіння значення індексу на одному ринку часто впливає на стан попиту на іншому.

Роль фондових індексів може бути зведена до трьох функцій: *діагностичної*,

індикативної, спекулятивної.

Під діагностичною функцією слід розуміти здатність системи індексів характеризувати стан та динаміку розвитку як національної економіки в цілому, так і окремих її складових. Механізм зміни індексу дуже простий - зростання або зниження рентабельності виробництва в галузі миттєво відображається на котирувальній ціні відповідних акцій, що, у свою чергу, позначається на рівні біржового індексу галузі. Індекси є засобом демонстрації темпу просування ринку. Вони дають змогу інвесторам і торговцям бачити тенденції, які складаються на ринку, і простежувати швидкість розвитку цих тенденцій.

Таким чином, будучи доповненими спеціальними економічними параметрами (норма позикового відсотка, стан державного бюджету, співвідношення торговельного і валютного балансів), фондові індекси входять до системи економічного моніторингу стану національної економіки.

Виконання індексами індикативної функції передбачає, що наявність об'єктивної оцінки цінової ситуації на фондовому ринку дає точку відліку для оцінки поведінки великих інвестиційних фондів, окремих інвесторів і портфельних менеджерів. Розрахувавши динаміку ринкової вартості свого портфеля акцій за будь-який проміжок часу, інвестор може зробити обґрунтовані висновки, наскільки обрана ним стратегія є ефективною (портфельний індекс вищий/нижчий від фондового чи дорівнює йому), та внести корективи у свою поведінку на ринку, якщо це необхідно.

Спекулятивна функція фондових індексів проявляється в їх використанні як базового активу при укладанні ф'ючерсних контрактів та купівлі опціонів. Щоб спекулювати на такому ринку, можна взагалі не володіти цінними Паперами, укладаючи термінові угоди при зміні значення індексу протягом дня або іншого короткострокового періоду.

Водночас існують і певні обмеження у використанні індексів:

- вони демонструють лише кількісні зміни, але не відображають якісних аспектів, тобто не розкривають причин, що стоять за зміною цін;
- індекси не зберігають вартості утриманих сум, тобто не враховують дивіденду;
- індекси потребують періодичного коригування компонентів;
- індексами можна маніпулювати.

Однак хоч би яким різноманітним був світ фондових індексів, що узагальнюють ситуацію зі зміною курсової вартості тих або інших цінних паперів, відрізняються вони в основному чотирма рисами: номенклатурою цінних паперів (яка може визначатися як видами цінних паперів, що аналізуються, так і колом емітентів, які відрізняються, наприклад, за родом своєї діяльності або ще за якимись ознаками); способом усереднення інформації; курсом, який вивчається (купівлі, продажу, середній), та базою порівняння (якщо порівнюється поточний момент із попереднім, то такий індекс, як правило, називають ланцюговим, якщо з певним часом – базисним).

**Приклад.** У відділі цінних паперів фінансового посередника ведеться аналіз котировок акцій на фондовій біржі з визначенням власного біржового індексу, що розраховується як середнє арифметичне зважене курсів акцій п'яти найбільших емітентів, поділене на 1000. В якості ваги беруть обсяг угод за акціями кожного емітента (кількість проданих акцій). У таблиці наведені підсумки торгів на біржі на початок і кінець тижня.

Емітент	Початок тижня		Кінець тижня	
	Курс акцій, тис. гр. од	Об'єм угод, тис. штук	Курс акцій, тис. гр. од	Об'єм угод, тис. штук
Авдієвський коксохімічний завод	22,6	3,4	22,9	5,8
Маріупольський завод важкого машин- обудування	14,5	2,6	14,5	3,4
Українська автомобільна корпорація	73,0	1,9	79,0	2,1
Київенерго	4,5	1,8	4,7	2,9
Металургійний комбінат "Азовсталь"	6,1	17,9	6,3	22,7

**Визначити:** біржові індекси на початок і кінець тижня, темп зростання біржового індексу, темпи зростання курсів акцій кожного емітента і коефіцієнт "бета" для акцій кожного емітента.

**Розв'язання.**

**Біржовий індекс на початок тижня був рівний:**

$$I_{\text{Бп}} = \frac{22600 \times 3,4 + 14500 \times 2,6 + 73000 \times 1,9 + 4500 \times 1,8 + 6100 \times 17,9}{(3,4 + 2,6 + 1,9 + 1,8 + 17,9) \times 1000} = 13,43$$

**Біржовий індекс на кінець тижня склав:**

$$I_{\text{Бк}} = \frac{22900 \times 5,8 + 14500 \times 3,4 + 79000 \times 2,1 + 4700 \times 2,9 + 6300 \times 22,7}{(5,8 + 3,4 + 2,1 + 2,9 + 22,7) \times 1000} = 18,76$$

**Темп зростання біржового індексу за тиждень дорівнював:**

$$I_{\text{Бп}} = 18,76/13,43 = 1,40.$$

**Темпи зростання курсів акцій компаній, що розглядаються за тиждень склали:**

Авдієвський коксохімічний завод:  $22,9/22,6 = 1,01$ ;

Маріупольський завод важкого машинобудування:  $14,5/14,5 = 1,0$ ;

Українська автомобільна корпорація:  $79/73 = 1,08$ ;

Київенерго:  $4,7/4,5 = 1,04$ ;

Металургійний комбінат "Азовсталь":  $22,7/17,9 = 1,27$ .

**Значення коефіцієнтів «бета» для акцій, що розглядаються рівні:**

Авдієвський коксохімічний завод:  $1,01/1,4=0,72$ ;

Маріупольський завод важкого машинобудування:  $1,0/1,4=0,71$ ;

Українська автомобільна корпорація:  $1,08/1,4=0,77$ ;

Київенерго:  $1,04/1,4=0,74$ ;

Металургійний комбінат "Азовсталь":  $1,27/1,4=0,91$ .

### 3. Характеристика основних світових фондових індексів

У більшості країн світу вже давно розроблені й успішно використовуються фондові індекси – індикатори, що дають інформацію про поточні зміни в певних групах акцій.

Найвідомішим і найдавнішим індексом у світі є "Доу-Джонс Індастріал аве-  
рідж" (DJIA – Dow Jones 30 Industrial average), або, як його найчастіше називають, – "Доу-Джонс" – за іменами його авторів.

На відміну від більшості інших відомих фондових індексів, цей є найелемен-

тарнішим, це просто середньоарифметичне цін 30 найбільших та найвідоміших компаній, акції яких котируються на Нью-Йоркській біржі. Проте це найпопулярніший із багатьох індексів, що відображають ситуацію на цій біржі. І навіть ситуацію на фондовому ринку США в цілому.

"Доу-Джонс" публікує чотири середніх індикатори ринку акцій в "Уолл-стріт джорнел" та "Беронз". Три інших середніх Dow Jones – це індикатори курсів акцій транспортних (20), енергетичних та комунальних (15) компаній, а також вільний індекс, що ввібрав акції 65 компаній, які використовуються при розрахунку трьох вищеназваних показників.

Індекс Доу-Джонса для акцій промислових компаній базується на вартості акцій тридцяти промислових компаній і розраховується за формулою:

$$DJ = \frac{\sum_{i=1}^{n=30} A_i}{K}, \quad (9.4)$$

де  $K$  – коригувальний коефіцієнт (дільник), який змінюється або в результаті дроблення (спліту) акцій емітентами (яке безупинно відбувається з 1928 р.), або у зв'язку зі зміною списку фірм і компаній, акції яких беруть участь у розрахунку індексу. Цей коефіцієнт залишається незмінним доти, доки акції не дробляться або доки ціни на них не зменшуються за рахунок дивідендів, або доки одні акції не замінюються іншими.

Простота Dow Jones також викликає численні нарікання. В основному вони зводяться до трьох пунктів: 1) *враховується занадто мало акцій*; 2) *враховуються не всі потрібні акції*; 3) *до уваги береться тільки ціна*.

На думку деякого з економістів, список індексу Доу-Джонса повинен відбивати галузеву структуру економіки "пропорційно-представницьким" чином. Так, до списку висувається претензія тому, що в ньому надмірно представлені корпорації, які займаються виробництвом засобів виробництва, енергетикою і галузями новітніх технологій, але не представлені фінансові корпорації і зовсім не представлена сфера послуг. Менш переконливі пропозиції вилучити зі списку індексу Доу-Джонса компанії галузей із яскраво вираженою циклічністю виробництва, а також компанії з особливо стійкими курсами акцій. Однак в інтересах повноти представництва доцільна присутність у списку компаній, рух акцій яких виявляє ті або інші типові особливості.

Індекс відрізняється простотою обчислення, що поєднується з його досить чітким реагуванням на різного роду коливання біржових курсів і особливо на біржові кризи (прикладом є його безпрецедентне падіння за один день 19 жовтня 1982 р. відразу на 508,32 пункту). Як з'ясувалося на основі новітніх досліджень у галузі математичної теорії прийняття рішень, індекс Доу-Джонса задовольняє не тільки багато природних і майже беззаперечних умов, а й де в чому виявляється єдино можливим.

Індекс "Стандарт енд Пузз-500" (S&P) демонструє сумарну ціну всіх акцій 500 компаній з 83 індустріальних груп. При цьому до уваги береться вартість усіх акцій, випущених цими компаніями на ринок, їхня ціна на момент розрахунку порівнюється з базовою вартістю усіх цих акцій у 1941-1943 рр. У результаті цей індекс дає точнішу картину і є об'єктом для наслідування на деяких біржах.

Він широко використовується інституційними інвесторами. Компанія Standard & Poor's також розраховує зважені за ринковою вартістю галузеві індекси акцій. Індекс "S&P-500" є типовим прикладом зведеного (сортрозііе) індексу: з 500 включених у нього корпорацій 400 належать до промисловості, 20 – до транспортної сфери, 40 – до енергетики і 40 – до сфери фінансів. Значення всіх індексів, а також рівень квартальних дивідендів, прибутку й обсягів продажу можна знайти у відповідних щорічниках, щомісячниках.

Цей індекс обчислюється за формулою:

$$I_s \& P = \frac{\sum_{i=1}^n P_i * Q_i}{\sum_{i=1}^n Q_i} \quad (9.5)$$

де  $P_i$  – ціна акції  $i$ -тої корпорації;  $Q_i$  – кількість акцій;  $n$  – кількість корпорацій.

Один із розповсюджених видів рейтингових оцінок цінних паперів – рейтинг облігацій, що визначає показники кредитоспроможності позичальника чи рівень кредитного або позикового ризиків за його облігаціями (у вигляді комбінації літер або цифр, індексу).

Для облігацій і привілейованих акцій система рейтингів "Стандарт енд Пузз" має такий вигляд:

AAA – найвища якість (цінні папери, що забезпечують максимальну безпеку з точки зору виплати як основного боргу, так і відсотків (дивідендів). Це цінні папери великих національних і транснаціональних компаній, здатних протистояти перепадам кон'юнктури, що мають довгу історію бездоганного виконання зобов'язань і перспективи збереження зазначених позицій);

AAА, А, ВВВ – прийнятний рівень ризику (емітенти мають довгу історію задовільного розвитку і дотримання своїх зобов'язань, але відношення активів або виручки до боргу в них нижче, ніж в емітентів цінних паперів найвищого рейтингу);

ВВ, В, ССС, СС – затримки з виплатою відсотків; кредитор і відсоток (дивіденд) адекватно захищені, але компанії потребують пильної уваги через наявність зовнішніх і внутрішніх факторів, здатних послабити захист;

С – платежі припинені (покриття боргу нижче від мінімального рівня, немає стабільності і розвитку, впевненості, що покриття поліпшиться);

Д – повна неплатоспроможність (компанія може перебувати у процесі ліквідації);

НК – немає рейтингу (компанія переживає серйозні фінансові проблеми, її майбутнє – під сумнівом).



Індекси "S&P" і Доу-Джонс по-різному реагують на зміну цін. **Наприклад**, Доу-Джонс може помітно впасти через падіння цін однієї дорогої акції, що входить до його "обойми", а "S&P" при цьому майже не зміниться, але головним є те, що ці індекси, як правило, змінюються паралельно, без особливих розбіжностей. Якщо вважати індекс "S&P" науковішим, то неможливо не відзначити інтуїції розробників Доу-Джонса, котрі за зміною цін лише 30 вибраних акцій сліdkують за всім ринком. Вважається, що індекс Доу-Джонса чутливіший до короткотривалих змін цін, тоді як індекс "S&P-500" за безпечує можливість спостерігати за довготривалими тенденціями у цінах на акції.

Індекс "ФТ-30" (FT-30). Найперший європейський індекс, що з'явився у Великобританії, так само, як і Доу-Джонс, спочатку мав 30 складових.

*Британський "індустріальний" індекс "ФТ-30"* розвивався всі ці роки, у його структурі відбувалося постійне зрушення акценту від важкої промисловості до компаній, зайнятих у сфері обслуговування. Однак поворотним для нього став 1984 рік, коли вперше була прийнята до розрахунку фінансова акція Національного Вестмінстерського банку. З цього моменту індекс "ФТ-30" втратив свою промислову винятковість, і нині він називається індексом звичайних акцій "Файненшл Таймз" (FT-SE), а кошик акцій компаній, що беруть участь у його розрахунку, розширений до 100. Базовий період — 30 грудня 1984 року.

На відміну від середньоарифметичного індексу Доу-Джонса, "ФТ-30" є, власне кажучи, середньгеометричним. Це означає, що всі акції, які входять у нього, відіграють рівнозначну роль незалежно від ринкової капіталізації кожної компанії. Формула індексу така: ціни 30 акцій перемножуються одна на одну (при цьому кожна акція ділиться на свою вартість в обраній базовий період) і потім знаходиться корінь 30 ступеня. Формально це має такий вигляд:

$$I_{ft} = \left[ \sum_{i=1}^n \left( \frac{P_{it}}{P_{io}} \right) \right]^{\frac{1}{n}}, \quad (9.6)$$

де  $P_{it}$  – ціна акції  $i$ -тої корпорації в  $t$ -тий період;  $P_{io}$  – ціна акції  $i$ -тої корпорації в базисний період;  $n$  – кількість корпорацій.

Середнє геометричне має не тільки недоліки, а й переваги – у такому разі простіше робити знижки на зміни капіталу і заміщати складові без необхідності зміни бази. "ФТ-30", безумовно, дотепер залишається чуйним індикатором і показником настрою лондонського фондового ринку. Однак недоліки бази і математичної структури не дають йому змоги стати надійним інструментом для ухвалення рішення при управлінні інвестиційним портфелем.

*Індекс "ФТ-100" (FT-SE 100 – "Футсі 100")* – найпопулярніший і найпоширеніший індекс Великобританії. Як припускає сама назва, він розраховується на базі 100 акцій, що відбираються спеціальною комісією, до складу якої входять представники професійних фінансових організацій, а також газети "Файненшл Таймз" і Лондонської

фондової біржі.

Це класичний середньоарифметичний зважений індекс. Зважування проводиться за кількістю випущених акцій.

*Індекс "ФТ-250" (FT-5E Mici 250)* характеризує стан ринку акцій середніх компаній з обсягом капіталізації, який становить приблизно 20% ринку Великобританії. Це наступні 250 компаній після 100 найбільших, що потрапляють в індекс "Футсі". База, що дорівнює 100, береться за грудень 1985 року. Розраховується в режимі реального часу.

*Індекс "ФТ-350" (FT-SE Actuaries 350)* ніби поєднує індекси "ФТ-100" і "ФТ-250". База, що дорівнює 100, береться за грудень 1985 року. Розраховується в режимі реального часу.

*Загальний індекс ФТ (FT-Actuaries All Share Index)* – найбільш всеохоплюючий із усіх фондових індексів Великобританії. Обчислюється спільно газетою "Файненшл Таймз", Лондонським інститутом актуаріїв і Шотландським інститутом актуаріїв. Число компаній у вибірці становить 750. Розраховується 1 раз на день.

Індекс поділяється на 8 галузевих (виробництво засобів виробництва, виробництво предметів споживання, виробництво інших промислових товарів, нафтовидобуток і нафтопереробка, фінансовий сектор, інвестиційні трасти, гірничодобувна промисловість, зовнішня торгівля) і 32 субгалузевих індекси.

*Світовий індекс "Файненшл Таймз" (The FT-Actuaries World Index)* охоплює приблизно 2200 акцій 24 країн світу.

Рух курсів акцій іноземних емітентів покликаний простежувати і два індекси "Юротрек" (FT-SE Eurotrack 100, 200). У дані вибірки потрапили тільки акції європейських компаній.

Головними індексами, що використовуються на ринку акцій у Німеччині, є DAX, DAX-100, CDAX.

*Індекс DAX* дає загальну об'єктивну картину стану фондового ринку, на якому усунуто вплив рівня виплачуваних дивідендів. До нього входять акції 30 компаній, що забезпечують 80% обсягу обігу на біржі та 60% усього заявленого на біржі акціонерного капіталу.

*Індекс DAX-100* чіткіше відображає стан фондового ринку, розраховується для 100 великих компаній.

*Індекс CDAX (Composite DAX)* розраховується на основі акцій усіх німецьких компаній, які котируються на Франкфуртській біржі. При розрахунку CDAX використовується галузева градація, причому кількість компаній, що представляє кожен галузь, змінюється в значному діапазоні.

*Індекс "Інтернешнл Геральд Тріб'юн" – "ТріБ" –* служить для оцінки стану світового фондового ринку і виражається в числовому вигляді. Розробники індексу поклали в його основу два правила. Перше полягає в тому, щоб будь-який потенційний інвестор зміг при бажанні купити будь-яку акцію, вартість якої врахована в індексі.

Друге правило потребує максимальної простоти розрахунку індексу.

Індекс обмежений обраною групою, що складається з найвагоміших світових фондових ринків. На кожній із 25 найбільших фондових бірж світу вибирається по 10 компаній, акції яких посідають перші місця за підсумками торгів. Для трьох фондових бірж через їхнє особливе становище зроблено виняток: Нью-Йорк-ська, Лондонська і Токійська біржі представлені акціями 20 компаній. Таким чином, індекс розраховується за 280 показниками.

Рівень індексу дає узагальнену оцінку фондового ринку стосовно базової дати – 1 січня 1992 року.

Кожен фондовий ринок має свою вагу. Наприклад, акції щодо невеликого ринку Гельсінкі мають менший вплив (і меншу вагу), ніж акції, узяті з Франкфурт-ської біржі.

Вартість акцій, узятих для розрахунку, конвертується в доларову вартість за останнім доступним обмінним курсом.

*Канадський Toronto Stock Exchange Index* містить у собі 100 най-ліквідніших акцій, за якими досягається максимальний оборот на Торонтській фондовій біржі.

У Японії найпопулярніший *індекс "Nikkei-225"*, що розраховується на Токійській фондовій біржі на основі акцій 225 провідних компаній країни.

Індекси Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE), Американської фондової біржі (AMEX), Національної асоціації дилерів цінних паперів (NASDAQ)) простежують ситуацію на відповідних біржах. Вони обчислюються за методикою, аналогічною застосовуваній у S&P.

Біржові індекси спочатку були створені тільки для відображення довгострокових тенденцій на фондовому ринку. Але пізніше, починаючи з 70-х років, уже самі біржові індекси стали предметом активної торгівлі. Особливо популярна серед трейдерів торгівля ф'ючерсами й опціонами на індекси DJI-30 (США), S&P-500 (США), FTSE-100 (Великобританія), DAX-30 (Німеччина) і Nikkei-225 (Японія).

Центром світової торгівлі строковими контрактами (ф'ючерсами й опціонами) на біржові індекси і валюти є LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange), що знаходиться в Лондоні.

Середні індикатори й індекси дають змогу інвесторам тримати руку на пульсі ринків цінних паперів. Індикатори ринків акцій та облігацій корисні для вибору типу і часу здійснення інвестиційних операцій.

#### ***4. Особливості і роль українських фондових індексів***

Для того щоб оцінити зміну макроекономічної ситуації, спрогнозувати зміну кон'юнктури ринку, необхідно розраховувати велику кількість різноманітних індексів, у тому числі: рівнозважених індексів із геометричною середньою і мінімаль-

ним списком індексу без урахування привілейованих акцій; рівнозважених індексів із геометричною середньою і максимальним списком індексу з урахуванням привілейованих акцій; зважених за обсягами торгів індексів з арифметичною середньою і максимальним списком індексу з урахуванням привілейованих акцій; ринковозважених індексів із геометричною середньою і максимальним списком індексу з урахуванням привілейованих акцій.

Розрахунок індексів ділової активності в Україні доцільно проводити, спираючись на досвід інших країн, які мають багаторічну історію розрахунку таких показників.

З початком розвитку українського фондового ринку спеціалістами робилися спроби використання наявних світових методик і розробки на їх основі власних українських індексів.

Першовідкривачами в цьому напрямку стали фахівці газети "Фінансова Україна", які прийняли рішення ввести індекс, що відображав би ситуацію на ринку цінних паперів. Таким індикатором став L-індекс. Він обчислювався за групою акцій 10 компаній. Головними критеріями при виборі акцій цих компаній було забезпечення ліквідності протягом останніх двох місяців і, як мінімум, щотижневе котирування акцій.

У зв'язку з відсутністю достатньої кількості компаній, акції яких відповідали б наведеним вище критеріям, конкуренції при визначенні компаній, що входять до L-індексу, на початковому етапі практично не було. Тому градації за іншими критеріями (розміри маржі, темпи зростання курсової вартості акцій, періодичність котирування і т.д.) не здійснювалися.

Для розрахунку L-індексу і подібного йому індексу пропозиції (продажу) (S-індексу) прийняті такі формули:

$$L(t) = L(t-1) * \left( \frac{1 + \frac{a}{100}}{1 + \frac{a}{100}} \right), \quad (9.7)$$

$$S(t) = S(t-1) * \left( \frac{1 + \frac{a}{100}}{1 + \frac{a}{100}} \right), \quad (9.8)$$

де  $L(i)$  – індекс ліквідності (купівлі);  $S(t)$  – індекс пропозиції (продажу);  $(t-1)$  – попередній період;  $t$  – поточний період;  $a$  – середня зміна курсу купівлі (продажу) за тиждень.

Агентство "Гроші Донбасу" намагалося розробити власний фондовий індекс, усвідомлюючи, що передумов для введення фондового індексу, котрий відображав би стан фондового ринку Донецького регіону, нині немає. Однак необхідність у створенні якогось комплексного показника оцінки існує, тому що він повинен реально допомогти потенційним інвесторам оцінювати ризикованість їхніх майбутніх

капіталовкладень.

На початковому етапі *DD-індекс* був своєрідним індексом динаміки курсів 10 цінних паперів у м. Донецьку станом на вівторок кожного тижня. Обчислювався він як корінь  $n$ -ного ступеня з добутку індексів зміни курсів купівлі (на початковому етапі 10) цінних паперів. Нові цінні папери планувалося вносити до лістингу із початковим коефіцієнтом, рівним величині *DD-індексу* на момент внесення.

Крім *DD-індексу*, агентство обчислює ще два індекси. "*Реальний*" *DD-індекс* обчислюється за тим самим лістингом, що й основний, але з коригуванням на індекс динаміки середнього курсу продажу в Донецьку найліквіднішого у наших умовах долара США. "*Тіньовий*" *DD-індекс* відбиває динаміку зміни курсу продажу цінних паперів, що входять до лістингу. При цьому використовується або курс продажу офіційних представників емітентів, або найнижчий курс продажу незалежних торговців. Тіньовий *DD-індекс* зручний тим, що при порівнянні його з основним можна простежити, наскільки швидше (або повільніше) у торговців цінними паперами змінюються курси продажу щодо курсів купівлі.

Ще однією спробою розробки власного індикатора став індекс акціонерного товариства "*Комекс-Брок*".

*Індекс "Комекс-Брок"* обчислюється спеціалістами АТ "*Комекс-Брок*" на основі цін продажу за формулою:

$$I_{kb} = \frac{\sum_{i=1}^n P_i * V_n}{n} * K_I, \quad (9.9)$$

де  $P_i$  – курс  $i$ -тої акції;  $n$  – кількість акцій  $i$ -тої компанії;  $V_n$  – обсяг продажу;  $K_I$  – коефіцієнт інфляції.

Газета "*Бізнес*" із 1997 року почала регулярно публікувати фондовий індекс WOOD-15, наданий компанією WOOD&Company. Індекс WOOD-15 заснований на методології, розробленій Міжнародною фінансовою корпорацією для ринків, що розвиваються. Ця методологія дає змогу враховувати всі зміни, що відбуваються на ринку, у тому числі злиття і поглинання компаній, банкрутства, внесення нових компаній до бази індексу. База індексу фіксується на період в один місяць. Зміна ринкової капіталізації компаній, внесених до індексу, впливає на його щотижневу зміну.

Формула розрахунку індексу:

$$I_t = \frac{\text{Загальна поточна ринкова капіталізація компанії, що входить базидо}}{\text{Первісна капіталізація компаній, що входять до бази}} * 1000 \quad (9.10)$$

Первісне значення індексу зафіксоване в момент першої його публікації на рівні 1000 (13.06.97 р.).

*Індекс КАС-20* офіційно розраховується з 1 січня 1997 року. Він призначений для портфельних інвесторів, що вкладають свої кошти рівномірно в акції декількох компаній.

На момент створення індексу КАС-20 компанія "*Альфа-Капітал*" не мала на

меті простежувати акції лиш тих підприємств, що знаходяться в портфелі компанії або в портфелях її клієнтів. Саме тому до розрахунку індексу входять акції різних галузей і напрямів.

Головний принцип розрахунку КАС-20 – повнота відображення фондового ринку України акціями великих підприємств провідних галузей. Використання принципу презентабельності дає змогу індексу КАС-20 бути реальним і об’єктивним, простежуючи котирування акцій лише 20 підприємств.

Додаткові принципи розрахунку індексу – оперативність розрахунку (за рахунок щоденного простежування котирування) і об’єктивність котирування.

Формула розрахунку простого базисного індексу КАС-20 (sa) має такий вигляд:

$$КАС - 20(sa) = \frac{\sum_{i=1}^{20} (P_{bid\ i,t} + P_{ask\ i,t})}{\sum_{i=1}^{20} (P_{bid\ i,o} + P_{ask\ i,o})}, \quad (9.11)$$

де  $P_{bid\ t, t; i, I}$ ;  $P_{bid\ i, o}$  – котирування на купівлю акцій  $i$ -того підприємства відповідно в поточному і базисному періодах;  $P_{ask\ i, t}$ ;  $P_{ask\ i, o}$  – котирування на продаж акцій  $i$ -того підприємства відповідно в поточному і базисному періодах.

Розрахунок зваженого індексу КАС-20 (wa – weight averange) офіційно проводиться з 1 липня 1997 року. Методика його розрахунку відповідає загальносвітовим стандартам розрахунку фондових індексів і базується на зміні ринкової капіталізації компаній, що входять до індексу. Його перевага – у наданні більшої ваги великим компаніям, які є свого роду флагманами фондового ринку. Формула розрахунку індексу КАС-20 (wa):

$$КАС - 20(wa) = \frac{\sum_{i=1}^{20} (M_{cap\ i,t})}{\sum_{i=1}^{20} (M_{cap\ i,o})}, \quad (9.12)$$

де  $M_{cap\ i, t}$  – ринкова капіталізація  $i$ -того підприємства у поточному періоді;  $M_{cap\ i, o}$  – ринкова капіталізація  $i$ -того підприємства в базисному періоді.

Індекс PгоU-50 був розроблений спеціалістами інвестиційної компанії "Прспект Інвестментс". Він базується на стандартній методиці індексів, які розраховуються на основі капіталізації. Для розрахунку бази індексу і його підтримки було відібрано 50 великих емітентів, чиї акції стійко котируються на вторинному ринку. Капіталізація індексу становить близько 60% капіталізації українського вторинного ринку.

В основу розрахунку індексу покладена зміна капіталізації компаній, які входять до вибірки, тобто стандартна методика капіталізованих індексів. Індекс на поточну дату – кожна п’ятниця – розраховується в такий спосіб: індекс на 01.01. збільшується на сумарну капіталізацію 50 емітентів на поточну дату і ділиться на сумарну капіталізацію цих емітентів на 01.01.:

$$I_n = I_b * (MC_n / MC_b), \quad (9.13)$$

де  $I_n$  – індекс на поточну дату;  $I_b$  – індекс на 01.01.;  $MC_n$  – сумарна капіталізація 50 емітентів на поточну дату;  $MC_b$  – сумарна капіталізація 50 емітентів на 01.01.

Капіталізація кожного емітента визначається множенням загальної кількості акцій даного емітента на ціну, розраховану як середньозважена ціна попиту учасників ринку.

Методика розрахунку індексу надає можливість змінювати вибірку потрібним чином у будь-який час: вводити і виводити емітентів, масштабувати вибірку, а також нівелювати вплив подібних змін.

Індекси в Україні повинні застосовуватись і для прогнозування кон'юнктури фондового ринку. Для цього потрібен індекс, який зміг би фіксувати суттєві тенденції зміни співвідношення між попитом і пропозицією. Але розробка і використання такого індексу гальмується нерозвиненістю вторинного ринку цінних паперів. Практично фондовий ринок України є лише первинним ринком, на якому зустрічаються емітенти й інвестори. Із збільшенням обсягів торгів на вторинному ринку зростатиме роль індексу, за допомогою якого стане можливим прогноз кон'юнктури ринку.

МФК має затверджену методику, що може застосовуватися щодо будь-якого ринку. МФК розраховує три види індексів: IFC Frontier, IFC Global, IFC Investable. В першу чергу індекси використовують спеціальні індексні і венчурні фонди, що формують свої портфелі, орієнтуючись саме на ті цінні папери, які є в індексах МФК.

Україна увійшла до індексу IFC Frontier, який існує з 1996 року. Головними умовами внесення країни до списку IFC Frontier є наявність "пристойного" переліку підприємств, які відповідають певним вимогам щодо капіталізації, ліквідності, а також щоденне проведення торгівлі на якому-небудь організованому ринку та наявність мінімальної активності на торговому майданчику.

Внесення України до індексу Міжнародної фінансової корпорації слід розглядати як значне досягнення, хоча це лише перший крок назустріч іноземним інституційним інвесторам.

## **5. Рейтинги фондового ринку**

**Рейтинг фондового ринку** – це оцінка позиції об'єкта аналізу за розробленою шкалою показників, яка дозволяє визначити на певну дату стан учасників фондового ринку та встановити їх місце серед інших учасників відповідно враховуючи: їх потенціал, активність, ринкову позицію. Рейтинг у цьому аспекті може виступати орієнтиром, на базі якого буде вибрана стратегія учасника фінансового ринку.

За своєю сутністю рейтинг є аргументованою думкою про здатність та юридичним обов'язком емітента проводити своєчасні виплати по основній частині своїх зобов'язань (цінні папери боргового характеру) та проценти за ними. Призначення рейтингу – проводити ранжування в рамках єдиної системи відносних

рівнів ризику боргових цінних паперів та їх емітентів. Таким чином, йдеться про аналіз можливості для емітента отримувати в майбутньому достатні доходи. Але слід пам'ятати, що публікація рейтингу – це не порада купити чи продати той чи інший цінний папір, рейтинг – це "інформація до відома" для інвесторів, які керують портфелями цінних паперів та інших учасників фондового ринку.

Під рейтинг попадають тільки ті цінні папери, за якими емітент несе фіксовані зобов'язання перед інвесторами, так як лише в даному випадку виникає необхідність в оцінці ризиків невиконання даних зобов'язань. Відповідно об'єктами рейтингу є облигації (підприємств та муніципальні), привілейовані акції, комерційні папери (незабезпечені цінні папери, серійні фінансові векселі), депозитні та ощадні сертифікати.

Рейтинг оцінює ризик невиконання емітентом своїх зобов'язань, що пов'язані з цінними паперами, та, відповідно, ризик втрат інвесторів основної суми і відсотків (кредитний ризик). Рейтинг не вимірює конкретної величини ризику втрат, не виступає кількісним прогнозом, мірою їх ймовірності. Рейтинг – це лише порівняльна оцінка рівнів ризику за різними цінними паперами, спосіб їх зіставлення між собою за величинами кредитних ризиків.

Виділяють дві основні групи об'єктів рейтингових оцінок фінансового ринку – це рейтинги цінних паперів і фінансових позицій учасників ринку. У свою чергу, рейтинги цінних паперів диференціюються залежно від їх видів (пайові, боргові, похідні). Рейтинг не вимірює валютного і процентного ризику, ризику ліквідності, а також не дає оцінки майбутнім змінам курсу цінного папера. Будь-яке рейтингове агентство ділить свою шкалу рейтингу між двома класами цінних паперів: цінні папери інвестиційної якості (інвестиційні цінні папери); спекулятивні цінні папери. Кожен із цих класів має свій символ щодо класифікації інвестиційних агентств.

У країнах з розвиненими фондовими ринками широко використовуються рейтингові оцінки акцій та облигацій. Довіра до рейтингів провідних консалтингових фірм дуже висока, тому віднесення цінних паперів до відповідного класу само по собі може впливати на їхню вартість.

У таблицях наведено рейтингові оцінки простих і привілейованих акцій та облигацій провідних рейтингових агентств.

#### **Рейтингова оцінка простих акцій**

<i>Індекс оцінки</i>	<i>Значення індексу</i>
A <sup>+</sup>	Найвища якість
A	Висока якість
A <sup>-</sup>	Якість, вища за середню
B <sup>+</sup>	Середня якість
B	Якість, нижча за середню
B <sup>-</sup>	Низька якість
C <sup>-</sup>	Дуже низька якість



### Рейтингова оцінка привілейованих акцій

<i>Індекс оцінки</i>	<i>Значення індексу</i>
P <sup>+</sup>	найвища якість (привілеї захищено надійними гарантами чи забезпечено високоліквідними активами)
P1	висока якість (корпорація має високу платоспроможність, активи високоліквідні)
P2	дуже добра якість (доходи компанії та її активи надійні)
P3	добра якість (привілеї захищено, але вони мають тенденцію до зменшення якостей за економічних ускладнень)
P4	помірна якість (існують чинники, що можуть вплинути на спроможність корпорації виплачувати дивіденди)
P5	низька якість (акції є спекулятивними, відсутня впевненість, що компанія виплатить дивіденди)

### Рейтингова оцінка облігацій

<i>Індекс оцінки</i>	<i>Значення індексу</i>
A <sup>++</sup>	найвища якість (облігації емітовано потужними національними і транснаціональними компаніями, які визнано лідерами у своїх галузях і які мають бездоганну репутацію щодо виконання зобов'язань перед кредиторами)
A <sup>+</sup>	дуже добра якість (такі самі, як облігації A <sup>++</sup> , але мають дещо нижче відношення до боргу)
A	добра якість (облігації мають позитивні характеристики, але є уразливими до коливань ринкової кон'юнктури)
B <sup>++</sup>	середня якість (облігації є захищеними на момент оцінки, але майбутнє становище емітента не можна впевнено прогнозувати)
B <sup>+</sup>	якість нижча за середню (покриття боргу активами є недостатнім)
B	низька якість (покриття боргу нижче за мінімальний рівень, немає впевненості, що воно поліпшиться)
C	спекулятивні види облігацій (емітент – молода компанія, немає впевненості в її майбутньому)
D	виплату відсотків припинено, компанія може перебувати в процесі ліквідації з рейтингу вилучено

Емітентам рейтинги відкривають доступ до ринків відкритих і приватних розміщень капіталу, сприяють розширенню фондового ринку через диверсифікацію джерел капіталу інвесторів і міжнародні ринки, поліпшують умови ціноутворення.

Для інвесторів, завдяки належній оцінці, вони є важливими індикаторами капіталовкладень і сприяють підвищенню ліквідності вторинного ринку.

В Україні існує певний досвід складання рейтингів емітентів та їхніх цінних паперів. Однак довіра до таких рейтингів невисока, оскільки за базу розрахунків вимушено береться обмежена та часто недостовірна інформація. Якщо є можливість оперувати достатньою з позицій повноти та вірогідності інформацією, то рейтинг акцій українських підприємств можна подати так, як це наведено в таблиці.

### Рейтингова оцінка інвестиційних якостей акцій

<i>Рейтинг</i>	<i>Значення рейтингу</i>	<i>Характеристика акцій (підприємства)</i>
1 Ранг	найвища інвестиційна привабливість	підприємство є визнаним лідером у галузі і має високі стабільні прибутки; ризик інвестування мінімальний
2 Ранг	висока інвестиційна привабливість	акції майже такі, як акції найвищої інвестиційної привабливості, але показники й перспективи діяльності дещо гірші, ніж у дилерів
3 Ранг	інвестиційна привабливість вища за середню	акції мають сприятливі характеристики для інвестування, ці характеристики можуть погіршити в періоди зміни кон'юнктури
4 Ранг	середня інвестиційна привабливість	акції мають середні характеристики, які можуть ще погіршити під впливом несприятливих чинників зовнішнього середовища та внутрішніх чинників виробництва
5 Ранг	інвестиційна привабливість нижча за середню	інвестиційні якості акцій нижчі за середні, підприємство має істотні проблеми з технологіями, менеджментом тощо
6 Ранг	інвестиційна привабливість низька	підприємство має погані перспективи: прибутки дуже низькі або й відсутні, технології застарілі, менеджмент неефективний
7 Ранг	акції є інвестиційно не привабливими	підприємство втрачає або вже втратило ринок (є банкрутом)

Для розвитку і біржового і позабіржового ринків, щоб не повторювати шляху спроб і помилок, які пройшли у своєму розвитку інші держави, Україна має можливість використовувати досвід кращих ринків європейських і світових розвинутих країн. Для цього в країні створені належні організаційні, матеріально-технічні та практичні передумови.

За останні роки зріс обсяг біржових операцій, що пов'язано, в першу чергу, із змінами в складі інвесторів. Якщо раніше більшість угод укладалась на користь малих інвесторів, то сьогодні близько 70% щоденних угод пов'язані з великими ін-титуційними інвесторами – пенсійними фондами, страховими та інвестиційними компаніями тощо.

Подальший розвиток біржової торгівлі буде визначатися процесами, що пов'язані із комп'ютеризацією, розвитком нових грошових потоків, телекомунікацією, лібералізацією, що разом сприяє глобалізації фінансового ринку на всіх його напрямках, збільшенню кількості учасників і стиранню відмінностей між біржовим і позабіржовим ринком.



## *Тема 10. Фондова біржа та біржові операції*

### *1. Сутність фондової біржі, її види та функції*

**Біржа** – це некомерційна ринкова структура, або частка організованого, регулярно діючого ринку товарів і послуг, у рамках якого здійснюється ряд операцій (перерозподіл капіталу, товарів та інших цінностей). Найбільш поширеними біржами є товарні, фондові, валютні, праці та інші.

**Фондові біржі** – це спеціалізовані установи, які створюють умови для постійно діючої централізованої торгівлі цінними паперами шляхом об'єднання попиту, пропозицій на них, надання місця, системи і засобів як для первинного розміщення, так і для вторинного обігу цінних паперів. Вони мають працювати за єдиними правилами та за єдиною технологією електронного обігу цінних паперів, визначеними Національною фондовою біржею.

В історичному значенні поняття "фондова біржа" трактувалось по-різному. На перших порах фондовими біржами називали спеціальні місця, де збиралися продавці та покупці цінних паперів і здійснювалися угоди щодо їх купівлі-продажу. Таке місце було вигідним для обох сторін, так як передбачало можливість знайти партнерів по угоді. Надалі фондові біржі стали перетворюватися в заклади, що спеціалізувалися на наданні послуг і матеріальному забезпеченні торгівлі цінними паперами. Угоди купівлі-продажу стали укладатися в конкретні дати і час, стали більш чітко визначатися коло учасників біржової торгівлі та перелік цінних паперів, щодо яких укладалися угоди.

Першою функцією фондових бірж була функція впорядкування процесу біржової торгівлі цінними паперами. Фондові біржі стали перетворюватися в інститути, які регулюють порядок допуску цінних паперів до котирування на біржі, до участі в торгах, укладання та виконання угод. Комп'ютеризація біржової торгівлі зробила фондові біржі ще більш досконалим інструментом регулювання ринку цінних паперів, із закладів біржі перетворилися у складні, організаційно оформлені, добре оснащені комп'ютерними засобами системи торгівлі цінними паперами. Еволюційний розвиток фондових бірж представлено схематично на рисунку.

«місце торгівлі»

«заклад»

«система»

### *Еволюційний розвиток фондових бірж*

Якщо прослідкувати розвиток фондових бірж, можна виділити декілька етапів її розвитку й удосконалення:

1) зміна способів торгівлі цінними паперами, наприклад, доповнення традиційних аукціонів "з голосу" електронними торгами;

2) укладення угод з цінними паперами, що котирувалися на біржі, за її межами (такі випадки характерні для Паризької і Копенгагенської фондових бірж);

3) здійснення кілька котировок цінних паперів із урахуванням різних режимів допуску їх до обігу – оцінки якості, надійності та перспективності цінних паперів;

4) зростання ролі інформаційних чинників, що забезпечило рівні можливості доступу учасників біржової торгівлі до інформації;

5) зростання значення моральних чинників: добросовісність, порядність, чесність, доброзичливість тощо.

Становлення бірж розпочалося з кінця XV – початку XVI ст. у великих містах Європи, прообразом яких стали збори купців на міських площах перед прилавками міняйл. На біржових зборах у Венеції та Флоренції здійснювалась торгівля облігаціями державних позик, на лейпцигзьких ярмарках продавались частки (акції) рудників, у Генуї існував ринок векселів. Проводилась торгівля векселями також у місті Брюгге (Нідерланди) на майдані біля будинку знатного міняйла та маклерів Ван де Бурге. Герб на будинку цього міняйла складався з трьох гаманців. Звідси, як вважають деякі дослідники, і отримала свою назву "біржа" (пізньолатинська bursa – гаманець).

### **Історія розвитку фондових бірж**

<i>Назва біржі</i>	<i>Рік заснування</i>	<i>Характерні ознаки</i>
Антверпенська	1531	перша біржа міжнародного рівня; перші операції з цінними паперами; на початку створення була товарною і вексельною одночасно; переважала робота з векселями і позиковим капіталом, в основному державними борговими зобов'язаннями; незначна частина угод укладалася за зразками товару, який мав згодом надійти
Амстердамська	1608	довгий час залишалась найважливішою біржею світу, головним носієм прогресу в галузі біржової торгівлі; першою ввела в обіг акції; велась торгівля облігаціями позик Голландії, Англії, Португалії, Іспанії, Індії; у ХУІІІ ст. котирувались цінні папери 44 найменувань, серед яких поширеними були акції та облігації державних позик; мала і зберегла до наших днів характер універсальної біржі – фондової, товарної, валютної одночасно; на сьогодні є приватною установою, що об'єднує банки та маклерські контори; іноземні акції становлять більше як половину біржового обороту
Лондонська	1770	на початку створення визначальної ролі у житті держави не відіграла, велась торгівля акціями і борговими зобов'язаннями; наприкінці ХУІІІ – поч. ХІХ ст. працює із значною кількістю великих державних позик; наприкінці ХІХ ст. основне місце посіли

		операції з акціями; на сьогодні переважно емітуються іменні цінні папери – акції та облігації, обслуговує найбільший в Європі ринок акцій, є великим міжнародним фінансовим центром, статус міжнародної отримала у 1986 р.
Нью-Йоркська	1792	одна із найбільших і найстаріших бірж світу; з 1817 року існує як діловий клуб, за членство в якому необхідно платити (вартість брокерського місця – 0,5 млн дол США); на поч. ХХ ст. для підприємців є основним місцем зосередження коштів; на сьогодні протягом дня купується і продається близько 100 млн акцій
Петербурзька	1703	першими цінними паперами, що котирувались, були іноземні векселі та облігації державних позик; з 1827 р. почали котируватись акції; значну роль в економічному житті країни почала відігравати у ХІХ ст.; стабільна робота із щоденним котируванням цінних паперів почалась після затвердження її статуту у 1870 р.; у 1900 р. після створення фондового відділу стала єдиною централізованою фондовою бір-жою, що отримала право здійснювати котирунку цінних паперів у масштабах всієї імперії
Київська	1869	проводились операції з державними цінними паперами, акціями цукрових заводів, облігаціями приватних підприємств, векселями, заставними листами, золотом, сріблом; постійно котирувались цінні папери міських кредитно-фінансових закладів, місцевих машинобудівних і чавуноплавильних заводів; у 1907-1908 р. виникли специфічні цінні папери, пов'язані з правами на вивіз цукру, які мали риси строкових угод; останні контракти укладались у 1916-1917 р.

В сучасних умовах слова "фондова біржа" та похідні від них дозволяється використовувати лише юридичним особам, які створені та функціонують відповідно до законодавства.

**Фондова біржа** – це організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому створюються сприятливі умови для вільної купівлі-продажу цінних паперів за ринковими цінами на регулярній та впорядкованій основі. За своїм правовим статусом фондові біржі можуть бути асоціаціями, акціонерними товариствами або установами, що підпорядковуються державі. На сьогодні біржі поділяють залежно від правового статусу і стану розвитку.

За правовим статусом у світі виділяють три типи фондових бірж:

1) *публічно-правова організація* – це фондова біржа, що перебуває під постійним державним контролем. Переважає у Німеччині і Франції, де держава бере участь у розробці Правил біржової торгівлі, контролює їх виконання, забезпечує підтримку правопорядку на біржі під час проведення торгів, призначає біржових маклерів тощо;

2) *приватні фондові біржі* – приватні компанії, що створюються у формі акціонерних товариств і є абсолютно самостійними в організації біржової торгівлі. Всі угоди на таких біржах укладаються відповідно до чинного в країні законодавства. Держава не дає ніяких гарантій і не бере на себе ніякої відповідальності по забезпеченню стабільності біржової торгівлі та зниженню ризику торговельних угод. Такий тип поширений в Англії і США;

3) *змішані фондові біржі* – створюються як акціонерні товариства, але при цьому не менше 50 % їх капіталу належить державі. Керівництво такими біржами

здійснюється на виборній основі, але нагляд за біржовою діяльністю здійснюється біржовим комісаром, який проводить офіційну реєстрацію біржових курсів. Цей тип бірж характерний для Австрії, Швеції та Швейцарії.

За станом розвитку у світовій практиці виділяють біржі:

– *найбільш розвинені* – посідають провідне місце серед усіх бірж за торговим оборотом цінних паперів і застосовують 100 %-і комп'ютерні засоби. До цієї групи відносять Нью-Йоркську, Паризьку, Лондонську, Франкфуртську, Копенгагенську біржі;

– *розвинені* – характеризуються високим оборотом цінних паперів, мають довгу історію, досягли високого рівня розвитку (Амстердамська, Американська, Австралійська, Міланська);

– *перспективні* – це ті, що розвиваються і створені кілька десятиліть тому, але ще не досягли належного рівня торговельних оборотів, характерних для розвинених бірж. В їх обігу переважають цінні папери місцевого значення (Сеульська, Гонконгівська, Сингапурська, Бангкокська);

– *новостворені* – основною формою торгівлі є аукціони, які проводяться в операційній залі біржі. З'явилися кілька років тому (Українська, Польська, Чеська).

Окрім цієї класифікації, фондові біржі умовно поділяють також на "банківські" і "брокерські". У фондових бірж "банківського" типу (Німеччина, Франція) наважливішими суб'єктами біржової торгівлі цінними паперами є банки. "Брокерський" тип фондових бірж характерний для США; на таких біржах торгівлею цінними паперами займаються лише брокери, а комерційним банкам "вхід" на біржу заборонено. В Україні під час створення першої фондової біржі існувала розвинута система комерційних банків, інших же різновидів інвестиційних посередників і мережі брокерських контор ще не було. Тому саме комерційні банки взяли участь у створенні першої Української фондової біржі. У день реєстрації Української фондової біржі із 29 засновників 21 були комерційні банки.

У розвитку фондових бірж виділяють біржові системи:

– *моноцентричні* – головну роль виконує одна біржа, що знаходиться у фінансовому центрі країни, інші фондові біржі мають місцеве значення. Такі системи характерні для Англії, Японії, Франції. Наприклад, в Англії Лондонську біржу називають Міжнародною фондовою біржею, оскільки вона виконує функції не тільки фондової біржі Великобританії, але й Ірландії. На ній котируються не тільки цінні папери, емітовані резидентами, а й значна кількість іноземних цінних паперів і фінансові інструменти євроринку;

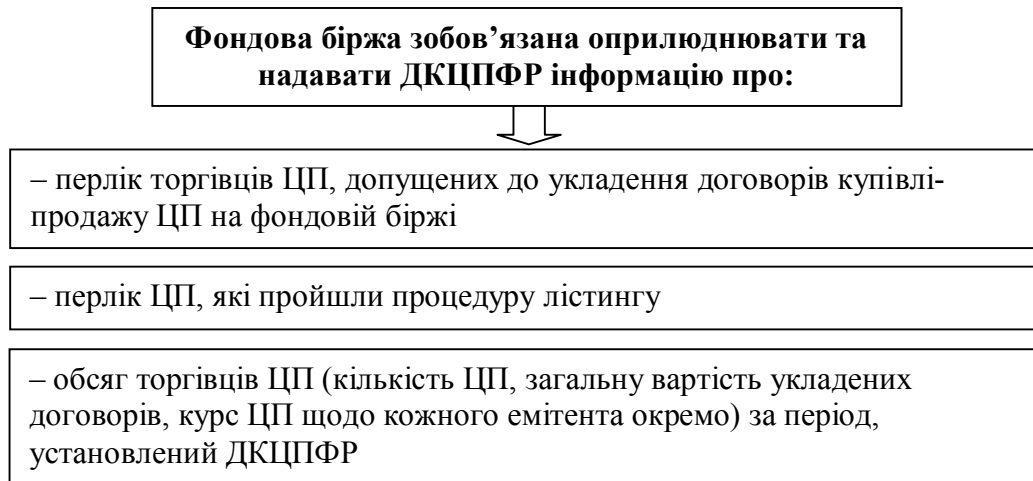
– *поліцентричні* – крім головної фондової біржі, можуть функціонувати поряд ще кілька великих бірж (мають місце у Німеччині, Канаді, Австралії).

У США розвиток біржової торгівлі характеризується своєю біржовою системою, яку не можна визнати ні моноцентричною, ні поліцентричною. Ведучою є Нью-Йоркська фондова біржа, але поряд існують регіональні фондові біржі, які зберегли

самостійність і стабільно функціонують у межах загальнодержавної біржової системи.

На вітчизняному фондовому ринку фондова біржа утворюється та діє в організаційно-правовій формі товариства (крім повного, командитного товариства і товариства з додатковою відповідальністю) або дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами, та провадить свою діяльність відповідно до Цивільного кодексу України, законів, що регулюють питання утворення, діяльності та припинення юридичних осіб.

Основні вимоги до фондової біржі представлені на рисунку.



### ***Основні вимоги до фондової біржі***

**Фондові біржі** – це некомерційні організації, які створюються без цілі формування прибутку і займаються виключно організацією та укладанням угод купівлі і продажу цінних паперів і їх похідних. Прибуток фондової біржі спрямовується на її розвиток і не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками). Фондова біржа не може здійснювати операцій з цінними паперами від свого імені та за дорученням клієнтів, а також виконувати функції депозитарію. Фінансова діяльність фондової біржі може здійснюватись за рахунок продажу її акцій, щорічних членських внесків членів біржі та біржових зборів з кожної угоди, що укладається на біржі.

На фондових біржах здійснюється переважно торгівля акціями, торгівля похідними цінними паперами зосереджується на спеціалізованих біржах із торгівлі ф'ючерсними та опціонними контрактами. Торгівля облігаціями на фондових біржах порівняно невелика за обсягами, оскільки переважна більшість облігацій перебуває в обігу на позабіржовому ринку.

Фондова біржа утворюється не менше ніж 20 засновниками – торговцями цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, або їх об'єднання, що налічує не менше ніж 20 торговців цінними паперами. Частка одного торговця цінними паперами не може бути більшою ніж 5 відсотків статутного капіталу фондової біржі. Діяльність фондової біржі як

організатора торгівлі тимчасово зупиняється ДКЦПФР в разі, коли кількість її членів стала менше ніж 20. Якщо протягом шести місяців прийняття нових членів не відбулося, діяльність фондової біржі припиняється.

Членами фондової біржі можуть бути виключно торговці цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку та взяли на себе зобов'язання виконувати всі правила, положення і стандарти фондової біржі. Кожний член фондової біржі має рівні права щодо організації діяльності фондової біржі як організатора торгівлі.

Функціонування фондової біржі передбачає розробку основних засад розвитку біржі, її функцій, правил, статуту тощо.

В економічній літературі виділяють загальні функції фондових бірж і конкретні. Останні, як правило, визначають у статуті біржі, Положенні про функціонування фондових бірж, а також у Законах. До загальних функцій фондових бірж відносять:

– **визначення ринкової ціни (цінова)** – це одна з найважливіших функцій біржі, оскільки ціни на цінні папери, що встановлюються на біржі, суттєво впливають на ціни інших активів, які є в обігу. Крім виявлення та встановлення ціни, частиною ціноутворювальної функції біржі є також стабілізація та прогноз цін на біржовому ринку, які передбачають встановлення допустимих змін цін на біржові активи. Цьому також сприяє діяльність співробітників біржі, які ведуть торги окремими видами цінних паперів і здійснюють у разі потреби купівлю-продаж цінних паперів від свого імені;

– **прогнозу функцію** – більше властива для спеціалізованих бірж, на яких здійснюється торгівля строковими контрактами, оскільки ціни на ринку строкових угод мають суттєвий вплив на формування поточних ринкових цін;

– **організаційну** – передбачає гарантування виконання умов біржових угод; розробку системи розрахунків за укладеними на біржі угодами; організацію біржових зборів для проведення гласних публічних торгів тощо;

– **інформаційну** – забезпечує учасників ринку оперативною та аналітичною інформацією про стан і тенденції розвитку фондового ринку;

– **регулювальну** – забезпечує встановлення правил торгівлі, здійснення біржового арбітражу, порядку вирішення спірних питань між учасниками, встановлення пріоритетів, органів контролю, управління та інші.

До конкретних функцій фондової біржі належать:

– установа правил проведення біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами;

– організація та проведення регулярних біржових торгів;

– організаційне, технологічне та технічне забезпечення проведення біржових торгів;

– установа процедур лістингу та делістингу, допуску до торгівлі на фондовій біржі;

– ведення переліку учасників торгів, фіксація оголошених заявок, укладених біржових угод та контроль за виконанням біржових контрактів;

– ведення переліку цінних паперів та інших фінансових інструментів, унесених до біржового списку;



- обмін інформацією з депозитарними та розрахунково-кліринговими установами для забезпечення виконання біржових контрактів;
- зберігання документів щодо укладення біржових угод і виконання біржових контрактів в депозитарній системі;
- здійснення діяльності з проведення клірингу та розрахунків за договорами щодо похідних (деривативів), які укладаються на організаторі торгівлі;
- здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством, правил фондової біржі;
- відповідне реагування на виявлені порушення правил фондової біржі та законодавства про цінні папери;
- здійснення фінансового моніторингу згідно з вимогами законодавства;
- надання інформаційних послуг щодо організації торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами;
- оприлюднення інформації відповідно до законодавства України.

## **2. Правила фондової біржі**

Діяльність фондової біржі, крім її принципів, функцій, напрямів розвитку, регулюється Правилами фондової біржі, які разом із змінами до них затверджуються біржовою радою та реєструються ДКЦПФР і є дійсними тільки після їх реєстрації. Правила фондової біржі можуть міститися в одному документі або складатися з окремих документів фондової біржі, але основними законодавчими актами, які затверджують Правила фондової біржі, є Закон і Положення.

Членом фондової біржі є:

а) *маркет-мейкер*, який згідно з правилами фондової біржі зобов'язується підтримувати ліквідність ринку відповідних цінних паперів та інших фінансових інструментів, що допущені до біржових торгів;

б) *учасник біржових торгів* – члени фондової біржі, державні органи та інші особи, які згідно з правилами фондової біржі отримали право оголошувати заявки та укладати біржові угоди;

в) *уповноважений представник учасника біржових торгів* – фізична особа, яка від імені учасника торгів оголошує заявки та укладає біржові угоди.

Фондова біржа веде перелік своїх членів, учасників торгів та їх уповноважених представників. Перелік членів фондової біржі повинен передбачати їх найменування та код за ЄДРПОУ; місцезнаходження, номер телефону, факсу; номер, дату видачі та строк дії ліцензії торгівця цінними паперами; дату набуття статусу члена фондової біржі тощо. Відповідні вимоги висуваються і до переліку уповноважених представників учасників біржових торгів, який повинен передбачати щонайменше такі дані: назву представника, найменування члена фондової біржі або учасника

біржових торгів, якого він представляє; найменування та дату видачі документа, який дає право укласти біржові угоди; строк повноважень представника тощо.

Всі члени фондової біржі пов'язані із її основною діяльністю – проведенням біржових торгів – організованого укладання на біржі угод щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів. Для проведення біржових торгів фондова біржа визначає робочий день, який називається торговельним. Період часу торговельного дня, протягом якого на фондовій біржі здійснюється укладання біржових угод, називається торговельною сесією.

**Біржова угода** – це зафіксоване фондовою біржою одночасне прийняття учасниками біржових торгів прав і зобов'язань за відповідними фінансовими інструментами щодо їх купівлі-продажу. Біржову угоду, яка відповідає правилам фондової біржі, називають стандартною, і нестандартною, яка не відповідає таким правилам. Для укладання біржових угод фондова біржа використовує електронну торговельну систему – сукупність організаційних, технологічних і технічних засобів, що забезпечують укладання біржових угод і виконання біржових контрактів за фінансовими інструментами. З укладанням біржових угод пов'язана значна кількість документів, показників, процедур, які виконують певні функції і без яких неможливо укласти угоду.

Всі суб'єкти обов'язкового виконання прав фондової біржі мають справу із заявкою, біржовим реєстром, біржовим списком, лістинговими і позалістинговими цінними паперами та іншими фінансовими інструментами.

**Заявка** – це подана учасником біржових торгів згідно з правилами фондової біржі пропозиція на купівлю-продаж цінних паперів та інших фінансових інструментів, яка містить умови угоди. Зареєстрована фондовою біржею заявка учасника біржових торгів є згодою цього учасника укласти біржову угоду та виконати біржовий контракт – договір про виконання біржової угоди за відповідними фінансовими інструментами.

**Біржовий список** – це документ фондової біржі, який містить інформацію щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, які в конкретний момент часу на відповідну дату допущені до торгівлі на фондовій біржі за категорією лістингових або позалістингових цінних паперів та інших фінансових інструментів. Складовою біржового списку є біржовий реєстр, який містить інформацію щодо лістингових цінних паперів.

**Котирувальний список** – це складова біржового реєстру, який містить інформацію щодо цінних паперів відповідного рівня лістингу.

**Лістинговими цінними паперами** називають такі, що пройшли процедуру лістингу на фондовій біржі, внесені до біржового реєстру згідно з вимогами відповідного рівня лістингу. Цінні папери, які допущені до торгівлі на фондовій біржі без унесення до біржового реєстру, називають позалістинговими.



### Показники укладання біржових угод

Основними процедурами, що пов'язані із укладанням біржових угод, є:

- **допуск до торгівлі** – сукупність процедур щодо внесення цінних паперів та інших фінансових інструментів до біржового списку;
- **призупинення торгівлі** – процедура, що призводить до заборони протягом певного строку оголошувати заявки, укладати біржові угоди та виконувати біржові контракти щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів;
- **припинення торгівлі** – процедура виключення цінного папера або іншого фінансового інструмента із біржового списку;
- **маніпулювання** – дії учасників біржових торгів, направлені на створення оманливої уяви активної торгівлі або надання недостовірної інформації про цінні папери та їх ціни, емітента для підняття або зниження цін з метою спонукання інших учасників торгів до купівлі-продажу цінних паперів за цінами, які не відповідають їхнім ринковим значенням.

Всі визначені фінансові інструменти, показники, процедури щодо укладання біржових угод здійснюються відповідно до Правил фондової біржі, які складаються з 8 порядків, кожний із яких регулюється своїми правилами.

Основні порядки Правил фондової біржі:

1. Організація та проведення біржових торгів.
2. Лістинг і делістинг цінних паперів.
3. Допуск членів фондової біржі та інших осіб до біржових торгів.
4. Котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу.
5. Розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення.
6. Розв'язання спорів між членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством.
7. Здійснення контролю за дотриманням членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у торгах, правил фондової біржі.
8. Накладення санкцій за порушення правил фондової біржі.

### 3. Операції фінансового ринку

Виходячи із сутності фінансового ринку як каналів для потоку грошових коштів від тих, хто зберігає, до тих, хто позичає, з'ясуємо суть операцій.

Найпростішою фінансовою операцією є одноразове надання в кредит певної суми  $S_0$  з умовою, що через час (термін)  $T$  буде повернена сума  $S_t$ . Важливим є визначення ефективності такої угоди. Для цього використовується дві величини: **відносне зростання**:

$$r_t = (S_t - S_0)/S_0 \quad \dots\dots\dots (10.1),$$

**відносна скидка** (discount rate, дисконт /депорт/)

$$d_t = (S_t - S_0)/S_t \quad \dots\dots\dots (10.2).$$

Ці величини характеризують *приріст капіталу кредитора*, який відноситься до початкового вкладу ( $S_0$ ) або ж до кінцевої суми ( $S_t$ ) /дисконт/. Виразивши відповідно одні змінні через інші, одержимо:

$$r_t = d_t / (1 - d_t); \quad d_t = r_t / (1 + r_t) \quad \dots\dots\dots (10.3)$$
$$/ S_t = S_0(1 + r_t); S_0 = S_t(1 - d_t) /.$$

Інколи, замість *дисконту* використовують *дисконт-фактор* (discount factor). Аналогічно до ведення розрахунків при валютних операціях при проведенні операцій з цінними паперами ми змушені розраховувати дисконт чи дисконт-фактор за певний період часу ( $T$ ) з урахуванням оголошеної річної відсоткової ставки ( $r$ ) чи річного дисконту ( $d$ ), простих чи складних ставок.

У банківських розрахунках при купівлі чи обліку банківських векселів /коротко-строкових зобов'язань/ використовується такий принцип розрахунку банківського дисконту (bank rate):

$$Dr_t = 1 - T_d \quad \dots\dots\dots (10.4),$$

де  $d$  – річний дисконт, а  $T$  – тривалість розрахункового періоду.

*Наприклад.* На суму 20 тис. гривень видано вексель із зобов'язанням виплатити власнику векселя суму 15.04.2011 року. Власник пред'явив банку вексель достроково, 1.03.2011 року, і банк згодився виплатити суму, але з дисконтом у 110% річних. Одержана сума рівна:

$$20 \times (1 - 45:360 \times 1,1) = 17,25 \quad S_0 = S_t(1 - d_t); \quad d_t = t:360 * r$$

Щоправда такий розрахунок не можна застосовувати при  $T_d > 1$  так само як операція не має змісту при річному дисконті більше 100 %.

$$D_t = r_t / (1 + r_t) \quad \text{при } t > 1$$

Більш прийнятним є використання при таких розрахунках дисконт-фактору, який враховує механізм простого і складного проценту:

$$Dr_t = 1 / (1 + r_t) = 1 - d_t, \quad \dots\dots\dots (10.5)$$

де при простому проценті вплив процентних ставок розраховується :

$$r_t = T_r, \quad \dots\dots\dots (10.6)$$

а при складному проценті відповідно:

$$r_t = (1+r)^t - 1$$

(10.7),

використовуючи формулу річного дисконту, отримаємо такий розрахунок:

$$Df_t = 1/(1+r)^t = (1-d)^t = Dr^t$$

(10.8),

де **Df**- річний дисконт-фактор.

Однак при річних ставках більше 10% при розрахунку за методом складних процентів і виплаті за певний процентний період типу щоквартально, піврічно, щомісяця слід пам'ятати про корекцію на 365/360.

$(r * 365 / n * 360)$ , де **n** – процентний період виплат.

$$Dr_t = (1 - d/n)^{T*n} \tag{10.9}$$

*Наприклад.* Вексель видано на два роки на суму 500 тис. UAH з річною процентною ставкою 10 % річних з дисконтуванням два рази в рік. Сума, яку необхідно надати у позику, складе відповідно:

$$500 \times (1 - 0,1/2)^4 = 407,253 \text{ тис. UAH}, \quad D_r = (1-d/n)^{T*n}$$

а при річній процентній ставці скажімо в 17% розрахунок буде таким:

$$500 \times (1 - (17/2 * 100))^{4/100} = 350,473 \text{ тис. UAH, без корекції та}$$

$$500 \times (1 - (17*365/2*360*100))^{4/100} = 348,668 \text{ тис. UAH.} \quad D_r = (1-(r*365/n*360*100))^{T*n}$$

Важливе значення має і розрахунок **ефективної річної ставки** – *річна ставка складного проценту, яка дає однаковий результат співвідношення між виданою початковою сумою ( $S_0$ ) і сумою через період ( $S_t$ ), яка отримана при будь-якій схемі розрахунку.* Виходячи із визначення, можна вивести загальну формулу ефективної ставки  $r_{ef}$ :

$$S_t/S_0 = (1+r_{ef})^t, \tag{10.10}$$

де **t** – період виражений у роках, звідси

$$r_{ef} = [S_t/S_0]^{1/t} - 1 \tag{10.11}$$

*Наприклад.* Взятю позику на 1,5 року в сумі 2 млн. RUR з умовою повернення 3 млн. RUR. У цьому випадку ефективна ставка рівна:

$$r_{ef} = (3\text{млн.}/2\text{млн.})^{1/1,5} - 1 = 0,31 * 100 = 31\%. \quad r_{ef} = [S_t/S_0]^{1/t} - 1$$

При умові заданої річної відсоткової ставки (наприклад, видано кредит у 3 млн. RUR на 3 місяці під 100 % річних), розрахунок на базі простого проценту буде таким (де **t** – період, на який видана позика):

$$S_t = S_0 (1+t/12) = 3 \text{ млн.} * (1+3/12) = 3,75 \text{ млн. RUR} \quad S_t = S_0(1+r_t), \text{ де } r_t = (r:12) * (t:100)$$

і ефективна ставка рівна:

$$r_{ef} = (3,75/3)^{12/3} - 1 = 1,44 * 100 = 144\% \quad r_{ef} = [S_t/S_0]^{12/t} - 1$$

З вищенаведених прикладів можна зробити висновок, що ефективна відсоткова ставка безпосередньо залежить від премії чи дисконту та механізму нарахування. Щодо сум, як початкової так і кінцевої, то вони впливають менш значимо. Розрахунок ефективної ставки має важливе значення при проведенні фінансового аналізу, оскільки дає можливість порівнювати між собою угоди, визначення ефективності,

дохідності яких було розраховано з використанням різних схем. **Чим вища ефективна ставка, тим вигіднішою є угода для кредитора.** Окрім цього слід пам'ятати, що при **рівних (однакових) номінальних ставках процентна ефективна ставка при нарахуванні під простий процент є вищою, ніж при нарахуванні під складний процент, якщо період нарахування менше року, і нижча при періоді більше одного року.** При **комбінованій** схемі нарахування **ефективна ставка** завжди перевищує **номінальну**, якщо кількість років є стандартним терміном (цілим).

При проведенні фінансових операцій з цінними паперами, наданням певних сум у кредит, погашення дебіторської та кредиторської заборгованості, проведенні валютних операцій на термін, оформлення фінансових контрактів ми маємо можливість прослідкувати потік капіталів від виробників до споживачів, від кредиторів до позичальників і у кожному з цих випадків нам необхідно визначати кінцеву ціну до одержання чи виплати.

**Наприклад.** З метою заощадження коштів для купівлі у майбутньому земельної ділянки в банк вносять 5 тис. дол., однак сума вноситься не одразу, а рівними частками в кінці кожного року упродовж 5 років. Необхідно розрахувати, якою ж буде сума на рахунку після 5 років. Звісно, що ця сума буде більшою від 5 тис. дол., оскільки в кінці кожного року окрім суми набігають ще й проценти. Так, в кінці першого року ми будемо мати 1 тис. дол., а вже в кінці другого року на цю тисячу будуть нараховані проценти і долучиться ще 1 тис. дол.  $(1+1+r)$ . В кінці третього року ця сума буде уже рівна  $1+(1+r)[(1+(1+r))]$  і так до  $n$ 'ятого року. В кінцевому виразі даний розрахунок можна записати таким алгоритмом:

$S_5 = 1+(1+r)+(1+r)^2 + \dots + (1+r)^5$ , однак з цього видно, що нагромадження суми відбувається у вигляді суми геометричної прогресії з показником  $(1+r)$  можна записати:  $S_5 = (1+r)^5 - 1/r$ .

У міжнародній практиці сума в майбутньому (future value) від щорічних платежів  $n$  при сталому анuitеті  $C$  і складній процентній ставці  $r$  визначається за формулою:

$$S_n = C S_{n|r} \quad (10.12)$$

Існують спеціальні таблиці для визначення значень  $S_{n|r}$  при рівних  $n$  і  $r^*$

Однак потік не завжди є одностороннім і часто-густо ми маємо справу із двосторонніми потоками платежів, оскільки фінансова операція може передбачати неодноразові та різночасові надходження грошових сум і відповідно їх виплати. Для оцінки вигідності та доцільності проведення фінансової операції використовують показник **чистої приведеної величини (net present value, NPV)** /цей показник визначається з формули:

$$S_0 = \sum_{k=1}^N C_k D r_k^* \quad (10.13)$$

$$NPV = \sum_n \frac{P_n}{(1+r)^n} - IC \quad (10.14)$$

де

$IC$  – інвестиції;  $n$  – кількість років;  $P_n$  – річні доходи.

$Dr_k$  – дисконт-фактор за будь-який період від вихідного  $k$  моменту  $t$ .

$C_k$  – величина платежів за період  $t$ ,  $k = 1, \dots, N$  – кількість виплат.

*Наприклад*, Фірма "Шредер" уклала контракт з брюссельським "Kreditbank" на надання їй кредиту в 3 млн. доларів протягом 3 років із щорічною виплатою в розмірі 1 млн.дол. на початку кожного року під 10 % річних. Фірма повертає кредит в кінці 3-го, 4-го та 5-го років, виплачуючи відповідно 1; 2 та 1 млн.дол. Відповідно банк повинен розрахувати для себе вигідність проведення цієї операції, або іншими словами NPV. Згідно формули отримуємо:

$$NPV = -1 - 1 \cdot 1 / (1 + 0,1) - 1 \cdot 1 / (1 + 0,1)^2 + 1 \cdot 1 / (1 + 0,1)^3 + 2 \cdot 1 / (1 + 0,1)^4 + 1 \cdot 1 / (1 + 0,1)^5 = 0,003 \text{ млн. дол.}$$

З наведеного прикладу видно, що операцію доцільно проводити, оскільки результат ми маємо позитивний.

#### 4. Фінансові ф'ючерси: суть і структура ф'ючерсної операції

**Ф'ючерсна операція** – строкова господарська операція суб'єкта підприємницької діяльності, що передбачає придбання (продаж) ф'ючерсної угоди, тобто зобов'язання на купівлю-продаж сировинних товарів, золота, валюти, фінансових та кредитних інструментів у визначений час в майбутньому, з фіксацією ціни реалізації на момент її здійснення. При цьому покупець (продавець) ф'ючерсної угоди має право на відмову від її виконання виключно за наявності згоди іншої сторони ф'ючерсної угоди. Розрахунки за ф'ючерсною операцією здійснюються на дату реалізації продукції сезонного виробництва, цінних паперів і валютних цінностей. До завершення угоди, як гарантія її виконання, вноситься невелика сума. Розрахунки здійснюються через клірингову палату, котра стає посередником між продавцем та покупцем і гарантує виконання зобов'язань. Переважна більшість ф'ючерсних операцій не закінчується поставкою товару чи іншого об'єкта угоди, оскільки однією з основних їх цілей є хеджування (страхування) наявних активів чи зобов'язань від зміни цін, курсів чи процентних ставок. Для цього на біржі паралельно до наявних угод проводяться рівні за сумою або протилежні їм ф'ючерсні операції. При наближенні термінів оплати наявних активів чи зобов'язань ф'ючерсні операції зараховуються (зворотними угодами), що дає можливість компенсувати втрати на наявному ринку прибутком на біржі чи навпаки. Технічно таким же чином діють спекулянти для одержання прибутку від зміни цін, але вони несуть ціновий ризик, тому що нічого не страхують.

Коливання валютних курсів, процентних ставок, ціни на золото в умовах плаваючих валютних курсів викликали потребу в нових методах захисту від них. Тому з 1972 р. почали використовувати ф'ючерсні операції з іноземною валютою і золотом; з 1975 – з сертифікатами, векселями, облігаціями, депозитами; в 1982р.

з'явилися ф'ючерсні операції, в котрих ціною контракту виступають різні фондові індекси. Сукупність ф'ючерсних операцій з нетрадиційними для товарних бірж фінансовими інструментами одержала назву фінансових ф'ючерсів (financial futures). В них беруть участь чисельні брокерські фірми, інвестиційні інститути, промислові та торговельні монополії, окремі інвестори. Зростає в цих операціях роль банків, котрі для цього створюють особливі дочірні компанії чи відділи.

Регулювання ф'ючерсними операціями в основному покладається на керівництво бірж, а також на центральні банки і міністерства фінансів, а в США створена спеціальна комісія по строковій торгівлі.

Розглянемо приклад із застосуванням ф'ючерсів у валютних операціях.

**Наприклад.** Очікується, що компанія А через 6 місяців одержить 100000 UKP від англійської фірми. Курс нині такий:  $1UKP = 1,20 USD$ .

Проте курс фунта стерлінгів може впасти. Skorиставшись ринком ф'ючерсних валютних операцій, компанія А продає свої 100000UKP за курсом UKP/USD 1,15. Через 6 місяців компанія одержить 115000USD (100000 UKP x 1,15), та передасть 100000UKP партнерові за контрактом. Незалежно від того, що станеться з курсом фунта стерлінгів протягом наступних 6 місяців, загальні надходження компанії гарантуються ф'ючерсним контрактом на 115000 USD. Справжні витрати за цим контрактом, що прив'язують компанію-експортера до певного курсу - це 0,05 USD на 1UKP. Річ у тому, що англійський фунт стерлінгів було продано дешевше на 0,05 для передачі його в майбутньому ( $1,20 - 1,15 = 0,05$ ). На те, в яку суму обходяться такі операції, можна подивитися і так: справжні витрати залежать від курсу англійського фунта стерлінгів через 6 місяців. Якщо курс фунта зростає до 1,25 USD на час передачі валюти, компанія – експортер втратить 0,10 USD на кожному фунті, бо курс 1,15 USD, зазначений у контракті, на 0,10 USD нижчий за ринкову ціну англійського фунта стерлінгів. За такої ситуації компанія заощаджує гроші, а не втрачає, коли на час передачі валюти ціна фунта стерлінгів падає нижче курсу контракту 1,15 USD.

### **система маржі**

Система гарантій, які надає біржа, що бере на себе відповідальність за врегулювання контрактів на відповідний розрахунковий день, стає ще більш надійною завдяки силі існуванню системи маржі (гарантійного внеску). Система маржі забезпечує покриття будь-яких дефіцитів, які утворюються при переоцінці, за рахунок гарантійного внеску, який повинен бути внесеним до здійснення угоди.

**Наприклад.** Для укладення контракту на суму 25000 UKP на міжнародному валютному ринку треба внести початковий гарантійний внесок у розмірі 1500USD як з боку продавця, так і з боку покупця, за умови, що до цього вони не провели обернену угоду.

Як біржа контролює внесення маржі, щоб гарантувати покриття усіх можливих втрат? Це робиться наступним чином.

Покупець через члена біржі придбає ф'ючерсний контракт на 25000 UKP з виконанням у грудні (третя середа чи перший наступний робочий день) за курсом 2,0000 USD. Це означає, що контракт на 50000 USD. Покупець вносить маржу у розмірі 1500 USD на біржу через свого агента, який є членом біржі. Біржа проводить переоцінку всіх невиконаних контрактів кожен вечір за останнім курсом на закриття біржі. Якщо б у цей вечір курс фунта стерлінгів впав до 1,98 USD, і, відповідно,



покупець поніс би втрати в розмірі 500 USD, біржа у цьому випадку не вимагала б від нього збільшення маржі, оскільки розміри його втрат не вийшли за межі внесеної маржі. Це так звана перехідна маржа - у випадку з фунтом стерлінгів, це 1000 USD. Однак, якщо фунт стерлінгів знецінився до 1,95 USD і контракт став коштувати лише 48750 USD, покупець буде змушений перевести до відкриття біржі на наступний день ще 250 USD для того, щоб встановити свій внесок до рівня перехідної маржі в розмірі 1000 USD.

Якщо ж у ході щоденних переоцінок утворюється прибуток, то він переказується покупцю, звичайно, при збереженні мінімальної маржі у розмірі 1000 USD.

Таким чином, система маржі дозволяє проводити переоцінку всіх невиконаних контрактів на щоденній основі, коректує розміри гарантійного внеску і у той же час забезпечує одержання прибутку і покриття втрат.

Це дуже спрощений опис функціонування системи маржі, що практикується на Чикагській біржі.

Будь-яка сторона, зацікавлена у тому, щоб стати членом біржі чи здійснювати операції через члена біржі, повинна ознайомитися з усіма практичними і правовими наслідками здійснення біржових угод. Окрім того, деякі біржі можуть вимагати з часом внесення більш високої чи більш низької маржі.

Вони також можуть неохоче вести розрахунки при виплаті із гарантійного внеску прибутку, хоча швидше всього наполягатимуть на збереженні гарантійної маржі на випадок втрат.

### ***фінансові ф'ючерси з інструментами, що приносять дохід***

Хоча багато говорять на користь валютних ф'ючерсів, ринок короткострокових капіталів у цілому виграє більше від проведення фінансових ф'ючерсів з інструментами, що приносять дохід.

Ф'ючерсні біржі мають тенденцію до роботи за принципом практичної відсутності реальних поставок. Цей ринок використовується для хеджування і спекуляції з активами і пасивами, котрі можуть бути врегульовані значно швидше іншими фінансовими організаціями.

Очевидно, що інвестор, який вклав кошти на 3, 4 і 6 місяців, може взяти інструмент, якому він надає перевагу, якщо він торгує на біржі. Позичальник, бажаючий застрахувати свої витрати, не знаходиться у подібній ситуації, оскільки є малоімовірним, що в очікуваному майбутньому будь-яка біржа зможе запропонувати інструменти для позики грошових коштів.

Що можуть запропонувати біржі, то це зафіксувати вартість позики, хоча і з деякими обмеженнями. При цьому плата за кошти, отримані від будь-якого іншого джерела, не може бути фіксованою.

**Наприклад**, якщо позичальник передбачає, що вартість коштів сильно зростає до того часу, коли він зможе їх взяти в кредит, то він може покрити ризик, пов'язаний із змінами процентної ставки за рахунок державних скарбних векселів.

У цьому випадку великого значення не буде мати розмір процентної ставки по його позиці, якщо встановлено кореляційний зв'язок між ціною позики і доходом по державних скарбних векселях, чи то вони у фунтах стерлінгів чи в доларах США.

Якщо позичальник бажає застрахувати себе на випадок зміни вартості позики і йому вдалося отримати різницю між доходом по скарбному векселю і вартістю позики близько 2%, то він може бути у певній мірі **впевненим**, що сума, яку він повинен буде заплатити, залишиться незмінною у тому випадку, якщо він здійснить продаж скарбного векселя чи партії векселів з оплатою на різні дати. Коли підійде час розрахунків по цих контрактах, він зможе викупити їх назад за більш низькою ціною (з більш високим доходом) і різниця компенсує суму, яку йому прийдеться виплатити понад початкову вартість позики через збільшення процентних ставок.

**Наприклад.** Компанії необхідно одержати кредит через 3 місяці, і ця дата приблизно співпадає з майбутньою датою розрахунків (за ф'ючерсним контрактом зі скарбним векселем). Доход по векселю складає 13% річних, а вартість позики - 15% річних.

Якщо позичальник передбачає ситуацію на ринку і вважає, що процентна ставка зросте через 2 чи 3 місяці до 17 чи навіть вище відсотків річних, він без сумніву вирішить продати один чи декілька скарбних векселів з розрахунком по угоді через 3 місяці за ціною 13% річних. Якщо його здогади справдилися, і дохід по векселях зріс до 15% річних, а вартість позики до 17%, то до того часу, коли треба буде одержувати позику і передавати скарбний вексель чи векселі, він збереже 2% річних і стабілізує свої видатки по позиці на рівні 15% річних.

Очевидно, що в реальній ситуації важко провести подібні операції з такою точністю, але цілком ймовірно, що йому вдасться значно скоротити суму, на яку зросла вартість позики.

Враховуючи, що євродоларові контракти на міжнародному ринку короткострокових капіталів дуже подібні у стадії пропозиції на контракти, що укладаються на Міжнародній Лондонській фінансовій біржі термінових угод, валютні ризики на євродоларовому ринку можуть бути тепер хеджованими за допомогою контрактів з фінансовими ф'ючерсами.

## **5. Взаємозв'язок між ринками прямих банківських кредитів і ринками облігацій. Фінансові операції на цих ринках**

### **Процентний арбітраж**

Ринки єврооблігацій зв'язані з ринками євровалют.

– За емісіями йде приплив капіталовкладень у євровалютах, так як емітенти, як правило, хочуть розмістити залучені кошти в очікуванні їх використання;

– Аналогічно ринки євровалют беруть участь у розміщенні євроемісії.

Деякі установи фінансують євровалютами свою обов'язкову підписку і такий спосіб фінансування може зберігатися протягом певного періоду часу, якщо ситуація була погано оцінена банками – менеджерами і якщо їм не вдається переуступити свою частину кінцевим власникам. Окрім того, деякі спекулянти можуть здійснювати арбітражі між банківськими вкладеннями на євrorинках і єврооблігаціями.

Досвід показує, що цих два ринки у досить великій мірі взаємозалежні.

Розвиток євроемісій з фіксованою ставкою проходить в залежності від різниці в реальному доході єврооблігацій, з одного боку, і грошових вкладів терміном на 3 місяці, з іншого.

Коли ця різниця зростає, обсяг євроемісії збільшується. Ринок розширюється тим більше, чим більше збільшується ця різниця в період спаду процентних ставок: дійсно проходить певна консолідація грошових авуарів.

З 1983 року банки відіграють зростаючу роль в емісії і придбанні облігацій внаслідок появи облігацій з плаваючою ставкою (ОПС), які дозволяють оперувати капіталом на довгий термін при витратах на рівні, який зв'язаний з короткостроковими процентними ставками. ОПС надають кошти, пристосовані за витратами до способу винагороди банківських кредитів.

Паралельний розвиток ринку процентних свопів, який дозволяє перетворити процентні ризики (замінюючи фіксовані ставки плаваючими чи навпаки), сприяв активізації взаємопроникнення різних ринків.

Спочатку на внутрішніх чи офшорних ринках, які використовували механіку ведення депозитних операцій, тільки долар був у достатній кількості для ведення активної торгівлі. І сьогодні долар США є базою для операцій з усіма іншими валютами. Як наслідок цього, процентний рік, за деякими винятками, включаючи фунти стерлінгів, точно визначений кількістю днів, рівним 360 (365/360).

Це означає, що якщо депозит розміщено терміном рівно на один календарний рік, то мінімальна кількість днів буде 365, і інвестор отримає процент додатково за 5 днів. З другого боку, одержувач коштів знаходиться в не вигідній позиції, оскільки вимушений платити додатково за ці 5 днів.

***Виключення, щодо тривалості процентного року на євrorинку є для фунта стерлінгів і бельгійського франка.***

Якщо процентні ставки малі, то різниця у 5 днів не буде суттєвою і нею можна було б знехтувати, але якщо ставка висока, чи велика різниця по ставках 2-х валют, з якими проводиться арбітражна операція, то 5 днів повинні бути оцінені.

***Наприклад.*** Операцію проводять на ринку євrowалют. 3825674 EUR вкладено на 1 рік за річною ставкою 15% річних при розрахунку 365/360. Банк – контрагент не отримавши покриття по кредитах та у зв'язку із дебіторською заборгованістю, яка через національне свято позичальника буде повернена з використанням овердрафту продовжує термін виплати по депозиту на 5 днів із доплатою на суму процентного доходу.

*Як бачимо, ми змушені змінити базис із 365/360 на 365/365 і визначити доплату за 5 днів.*

*Дохід за розрахунковий рік складе:*

$$\frac{3825674 \text{ FRF} \times 15 \times 365}{360 \times 100} = 581821,25 \text{ EUR}$$

$$360 \times 100$$

$$\text{Сума за рік } 3825674 + 581821,25 = 4407495,25 \text{ EUR.}$$

*Якщо базис змінити, то дохід складе:*

$$15,208\% \text{ (} 15 \times 73 / 72 = 15,2083\% \text{)}$$

*Додатковий процент, що підлягає виплаті: 15,2083 - 15 = 0,2083%*

$$15\% / 72 = 0,2083\%, \text{ або}$$

$$3825674 \times 0,2083\% = 7968,88 \text{ EUR}$$

## Оптовий ділінг

В євродоларах і євровалютах існує тенденція до оперування сумами на оптовій основі.

Тобто, на депозит приймається велика сума і потім використовується більш дрібними партіями, хоча також доволі значними. Це пояснюється тим, що по менших сумах встановлюється більш висока процентна ставка, так як одержувачі можуть не мати доступу до оптового ринку.

При нормальному рівні розподілу більш тривалі терміни визначають більш високі ставки. Можна розмістити кошти на більш тривалій термін, ніж початковий депозит, забезпечивши собі прибуток по закінченню операції.

Короткострокові і довгострокові кредити є звичними на євrorинку. Рідко коли прибуток можна отримати іншим шляхом.

Існує і така практика: беруть довгострокові позики і надають кредити на короткий строк. Це не що інше, як забезпечення 100% ліквідності. Такі зміни в старих правилах викликані тим, що дилери знають про фактор складного проценту. Ефект ускладнення може покращити чи погіршити звичний прибуток за рахунок більш високої маржі, ніж та, що спочатку вважалася достатньою для покриття кредитного ризику.

Якщо процентні ставки низькі (нижче 10% річних), то можна знехтувати складними процентом і рухом готівки. Дилер завжди переконаний у тому, що зможе взяти кредит за більш низькою ставкою, ніж він сам надає, чи навпаки, надавати позику за більш високою ставкою, ніж одержує сам.

На практиці це не завжди так і досить часто відкриті позиції підтримуються для того, щоб керувати ліквідністю прибутку.

*Наприклад: Банк отримав 100 млн. за ставкою 8,875 річних при ринковому рівні від 9 до 9,125% річних і розмістив різні суми за ставками від 9,125% і нижче то для дилера просто необхідно визначити прибутковість всієї операції або на самому початку, або по ходу операції.*

**Нехай суми були розміщені таким чином.**

Сума в млн.	Процентний рік	Середня процентна ставка
2 * 10	$9\frac{1}{8}$	$18\frac{1}{4}$
2 * 10	$9\frac{1}{16}$	$18\frac{1}{8}$
2 * 10	9	18
2 * 10	$8\frac{7}{8}$	$17\frac{3}{4}$
1 * 10	$8\frac{13}{16}$	$8\frac{13}{16}$
1 * 10	$8\frac{3}{4}$	$8\frac{3}{4}$
10 * 100	$8\frac{7}{8} = 8,875$	$89\frac{11}{16} : 10 = 8,968$

Не дивлячись на високі ставки, що отримані по перших частинах, середня ставка дуже мало відрізняється від вартості депозиту, тобто від 8,875% річних. (Операція прибуткова, хоча норма прибутку і незначна).

Суми, якими звично оперують – 5 або 10 млн., але можуть бути позичальники, які настоюватимуть на обмеженні їх ризику і наданні сум у 4 чи 13 млн.

У такому випадку визначення процентної ставки є дуже важливими завданням. У даному прикладі для дилера було б розумним не розміщувати кошти, якщо ставка опускається нижче 9% річних. При цьому він повинен записати середні ставки після кожної операції. Це є особливо важливим, коли має місце велика кількість операції.

Щодо реального життя, то дилер може припинити подальше розміщення коштів, якщо рівень ставки опускається нижче 9 % річних.

Надлишкові кошти можуть бути використані після покриття тимчасових нестач. Або ж, передбачивши, що не буде різкого зниження ставок, дилер може спрямувати ці кошти для задоволення попиту з боку комерційних клієнтів чи банків-кореспондентів.

Дуже велика пропозиція на відкритому ринку, так як і дуже великий попит, можуть створити хибне уявлення, що кредитори чи позичальники в змозі провести більшу операцію, ніж вони можуть насправді.

Такого роду аргументи і розрахунки повинні бути наведені у тому випадку, коли дилер інвестував значні кошти до того, як отримав оптові депозити для покриття позицій, що склалися.