ДЕРЖАВНА ФІСКАЛЬНА СЛУЖБА УКРАЇНИ
УНІВЕРСИТЕТ ДЕРЖАВНОЇ ФІСКАЛЬНОЇ СЛУЖБИ УКРАЇНИ

СЕРІЯ «ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ»

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

ФІНАНСОВИЙ РИНОК

Підручник

У двох томах

Том 2

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

Ірпінь
2018

УДК 336.76(075.8)
ББК 65.262.1я73
Ф59

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

Рецензенти:

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

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

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

Ф59 Фінансовий ринок : підручник : у 2-х т. / Коваленко Ю. М., Ковернінська Ю. В., Онишко С. В., Кужелєв М. О. та ін. ; кер. авт. кол. і наук. ред. Ю. М. Коваленко. – Ірпінь : Університет ДФС України, 2018. – . – (Серія «Податкова та митна справа в Україні», т. 117).
ISBN 978-966-337-495-6
Т. 2 / кер. авт. кол. і наук. ред. Ю. М. Коваленко. – 2018. – 388 с.
ISBN 978-966-337-497-0

У підручнику всебічно висвітлені сутність сучасного фінансового ринку, його операційний механізм за сегментами, специфіка фінансових інструментів, підвалини ціноутворення, аналізу та портфельного управління на цьому ринку. У кожному розділі наведено перелік запитань, тести та рекомендовану літературу; у розділах практичного спрямування – завдання.

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

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

УДК 336.76(075.8)
ББК 65.262.1я73

© Коваленко Ю. М., Ковернінська Ю. В., Онишко С. В., Кужелєв М. О. та ін., 2018
© Університет державної фіскальної служби України, 2018

ISBN 978-966-337-495-6
ISBN 978-966-337-497-0 (2 т.)

ЗМІСТ

РОЗДІЛ 9. ПЕРВИННИЙ ТА ВТОРИННИЙ РИНКИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ *(Ю. В. Ковернінська, к.е.н.)* 5
9.1. Первинний ринок: функції та суб'єкти 5
9.2. Специфіка механізму розміщення цінних паперів.....16
9.3. Організатори торгівлі на вторинному ринку цінних паперів 23
9.4. Операційний механізм фондової біржі. Електронна торговельна система 30
9.5. Індекси міжнародних і національних ринків цінних паперів.....43

РОЗДІЛ 10. ГРОШОВИЙ РИНОК 60
10.1. Сутність та особливості функціонування грошового ринку *(М. О. Кужелєв, д.е.н., професор)* 60
10.2. Структура грошового ринку та його інструменти *(О. І. Береславська, д.е.н., професор)*.....64
10.3. Ринок золота та дорогоцінних металів *(М. О. Житар, к.е.н., доцент)*.....73
10.4. Специфіка операцій на міжбанківському ринку *(М. О. Житар, к.е.н., доцент)* 84

РОЗДІЛ 11. ВАЛЮТНИЙ РИНОК *(Я. В. Белінська, д.е.н., професор)* 102
11.1. Валютний ринок і його операційний механізм 102
11.2. Валютні системи та валютна політика 111
11.3. Платіжний баланс та золотовалютні резерви 127
11.4. Конвертація валюти та валютний курс..... 136
11.5. Криптовалюти та технологія блокчейн 150
11.6. Валютний дилінг у фінансових установах..... 159

РОЗДІЛ 12. КРЕДИТНИЙ РИНОК..... 173
12.1. Кредити: принципи, форми, види та функції *(Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор)* 173

12.2. Організація та функціонування
кредитного ринку *(Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор)* 184
12.3. Види та форми державного кредиту
(В. Я. Вовк, д.е.н., професор) 194
12.4. Процес банківського кредитування та визначення
вартості кредитних ресурсів *(В. Я. Вовк, д.е.н., професор)* 202
12.5. Оцінювання кредитоспроможності
позичальника *(Ю. Ю. Вергелюк, к.е.н.)* 220

**РОЗДІЛ 13. ЦІНОУТВОРЕННЯ ТА АНАЛІЗ
НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ**
(Н. П. Мацелюх, д.е.н., професор) 237
13.1. Економічні теорії щодо ціноутворення
на фінансових ринках 237
13.2. Ціноутворення та види цін на фінансовому ринку 244
13.3. Цінові механізми фінансового ринку 249
13.4. Система показників кон'юнктури фінансового ринку 254
13.5. Аналіз ціноутворення на фінансовому ринку.
Технічний аналіз 262

**РОЗДІЛ 14. РИЗИК І ПОРТФЕЛЬНЕ ІНВЕСТУВАННЯ
НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ** 279
14.1. Фінансові ризики та заходи щодо їхньої
мінімізації *(Н. С. Орлова, д.держ.упр., професор,
Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор)* 279
14.2. Портфелі фінансових інструментів та принципи
їхнього формування *(Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор)* 291
14.3. Інвестиційна політика та стратегія
портфельного інвестування
(Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор) 302
14.4. Фундаментальний аналіз у портфельному
управлінні *(Ю. М. Коваленко, д.е.н., професор)* 325

ТЕРМІНИ ТА ПОНЯТТЯ 346

РОЗДІЛ 9
ПЕРВИННИЙ ТА ВТОРИННИЙ РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ

9.1. Первинний ринок: функції та суб'єкти.

9.2. Специфіка механізму розміщення цінних паперів.

9.3. Організатори торгівлі на вторинному ринку цінних паперів.

9.4. Операційний механізм фондової біржі. Електронна торговельна система.

9.5. Індекси міжнародних і національних ринків цінних паперів.

9.1. Первинний ринок: функції та суб'єкти

У сучасних реаліях функціонування ринку цінних паперів найбільш важливим є його розподіл на первинний та вторинний ринки. При цьому зародження первинного стало передумовою виникнення та розвитку вторинного. Саме на первинному ринку відбувається емісія та первинне розміщення цінних паперів, які продовжують обіг вже на вторинному ринку. Вони мають багато спільних і відмінних рис (табл. 9.1).

Об'єкт економічних відносин на первинному та вторинному ринку один і той самий – цінні папери. Учасниками як первинного, так і вторинного ринку є практично одні й ті самі суб'єкти, які лише виявляють дещо інший функціональний чинник своєї економічної природи. Проте, на противагу вторинному ринку, учасники якого перерозподіляють існуючі цінні папери, здійснюють операції з ними з метою отримання прибутку або хеджування ризиків, діяльність емітентів на первинному ринку підпорядковується меті залучення вільних фінансових ресурсів на постійній або тимчасовій основі.

Первинний ринок – це ринок, що обслуговує випуск (емісію) та первинне розміщення цінних паперів. Він має складну структуру, яка багато в чому залежить від структури фінансового ринку, кількості його учасників і фінансових інструментів, їх класів і видів, ступеня розвитку інфраструктури тощо (рис. 9.1).

Таблиця 9.1

Порівняльна характеристика первинного та вторинного ринку цінних паперів

№	Ознака	Первинний ринок	Вторинний ринок
1.	Економічна сутність	Обслуговування випуску (емісії) та первинного розміщення цінних паперів	Здійснення купівлі-продажу раніше випущених цінних паперів
2.	Суб'єкти	Емітенти, інвестори (перші покупці), андерайтери	Продавці, покупці, посередники
3.	Об'єкт	Цінні папери (нові випуски)	Цінні папери (в обігу)
4.	Ціна об'єкта	Емісійна	Ринкова
5.	Основна функція	Організація та розміщення нових емісій цінних паперів	Перерозподіл цінних паперів, забезпечення ліквідності
6.	Основна форма обігу цінних паперів	Переважно позабіржова	Переважно біржова
7.	Види цінних паперів в обігу	Емісійні цінні папери	Емісійні та неемісійні цінні папери

У контексті функціонування ринку цінних паперів термін «емісія» найчастіше вживається в розумінні встановленої законодавством послідовності дій емітента щодо виведення цінних паперів на первинний ринок.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV *емісія* – сукупність дій емітента, що провадяться в установленій законодавством послідовності і спрямовані на розміщення емісійних цінних паперів серед їхніх перших власників. Перший власник – особа, яка набула права власності на цінні папери безпосередньо від емітента або особи, яка видала неемісійний цінний папір, чи андерайтера.

Випуск цінних паперів – сукупність певного виду емісійних цінних паперів одного емітента, однієї номінальної вартості, які мають однакову форму випуску і міжнародний ідентифікаційний номер та забезпечують їхнім власникам однакові права незалежно від часу придбання і способу їхньої емісії.

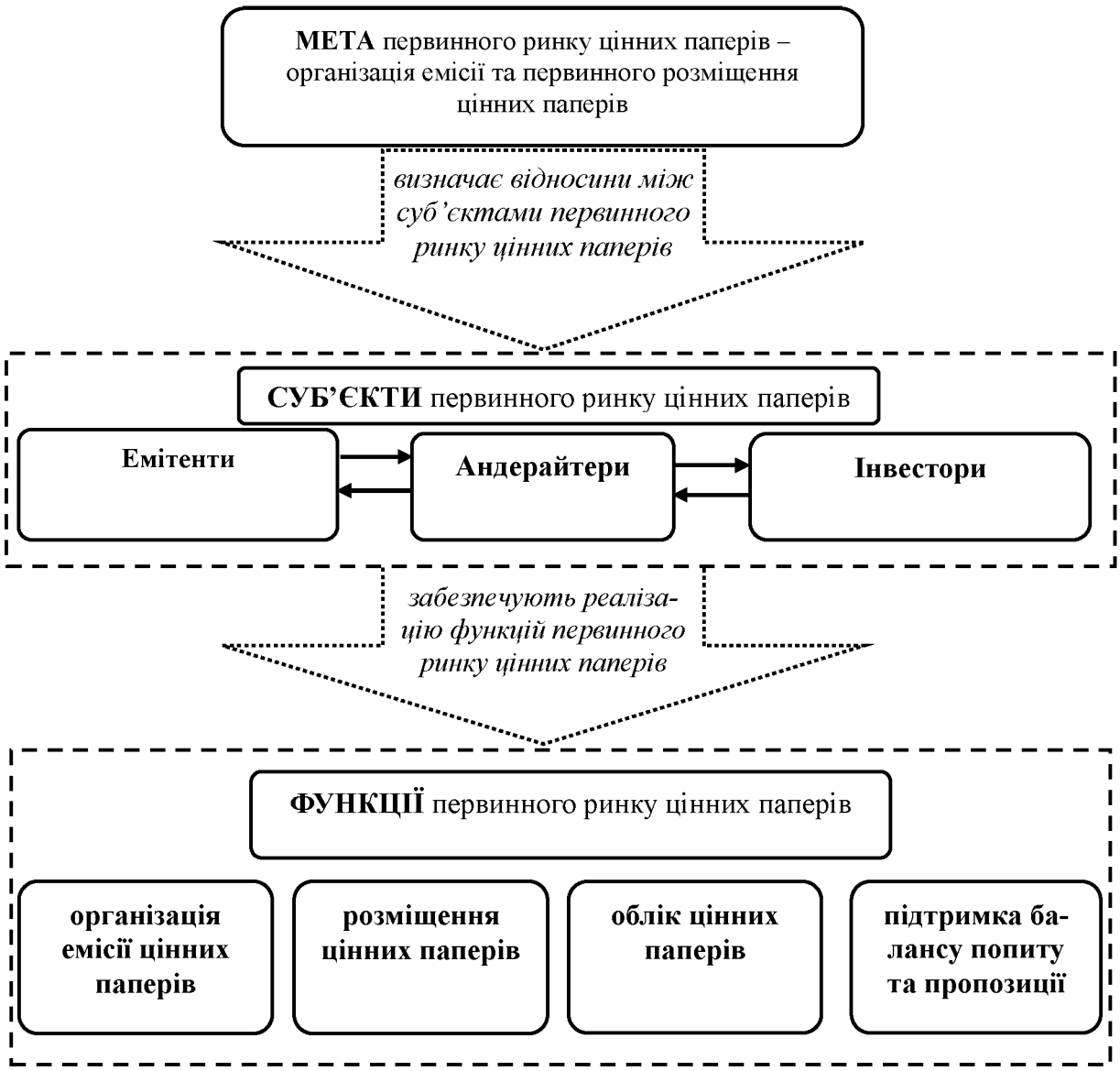


Рис. 9.1. Мета, суб'єкти та функції первинного ринку цінних паперів

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

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

До основних суб'єктів первинного ринку цінних паперів зазвичай відносять емітентів, а також інвесторів (рис. 9.2). Посередниками на цьому ринку є андерайтери, які працюють на ринку на основі виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку ліцензії.



Рис. 9.2. Місце емітентів та інвесторів у формуванні попиту та пропозиції на цінні папери на первинному ринку

У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV визначено, що **емітент** – це юридична особа, у тому числі Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, міська рада, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади чи міжнародна фінансова організація, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання за ними перед їх власниками.

Іноземний емітент – юридична особа, яка створена відповідно до законодавства іншої держави та здійснює емісію цінних паперів на території України, або юридична особа, цінні папери якої зареєстровані відповідно до законодавства іншої держави та допуск до обігу на території України яких надано НКЦПФР. До них віднесено міжнародні фінансові організації.

Таким чином, українське законодавство окреслює коло осіб, які належать до категорії «емітенти», та зазначає, що вони розміщують емісійні цінні папери. Такі цінні папери мають властивості: 1) розміщуються випусками; 2) володіють однорідними ознаками та реквізитами у межах одного випуску; 3) забезпечують власникам однаковий обсяг прав незалежно від часу придбання

та способу їх емісії в середині одного випуску. Представлене розуміння емісійних цінних паперів відповідає тому, яке наводиться в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV у одній з перших редакцій: «цінні папери, що посвідчують однакові права їх власників у межах одного випуску стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов'язання (емітент)».

До емісійних цінних паперів віднесено акції, облігації, іпотечні сертифікати, іпотечні облігації, сертифікати фондів операцій з нерухомістю, інвестиційні сертифікати, казначейські зобов'язання. Розподіл емітентів цінних паперів у розрізі видів емісійних цінних паперів наведено на рис. 9.3.

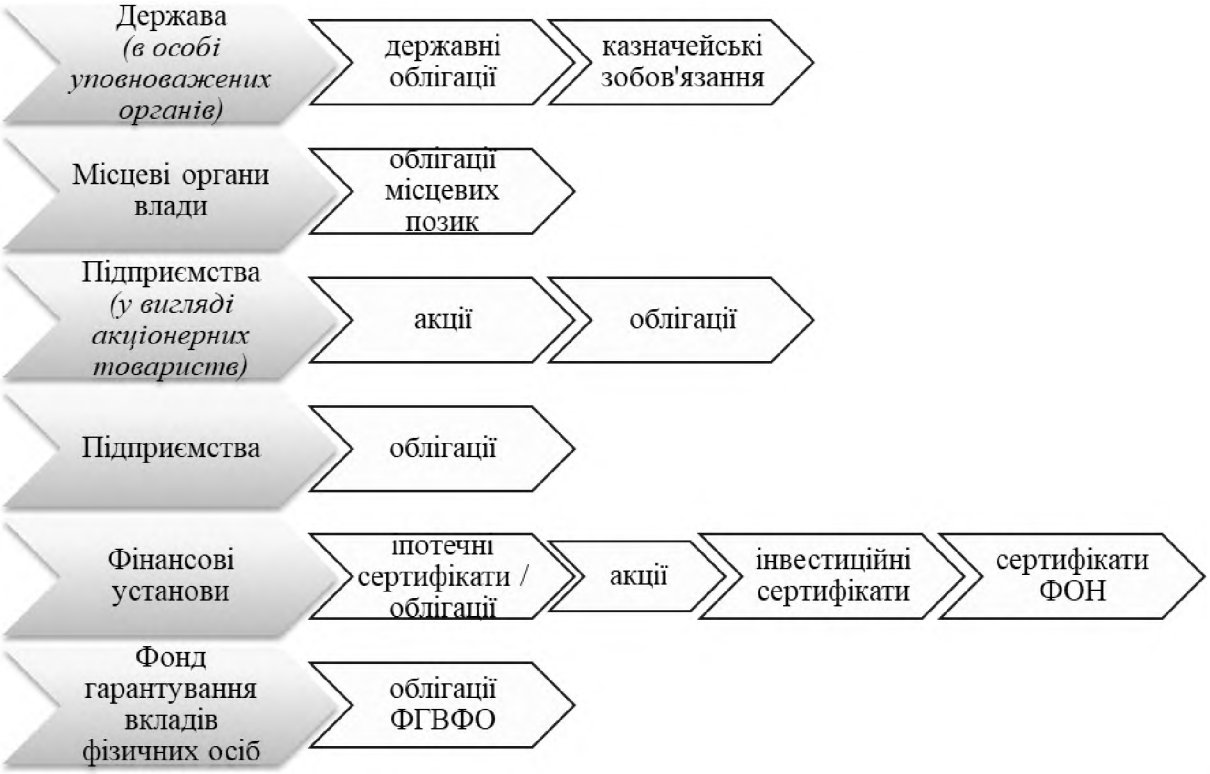


Рис. 9.3. Емітенти цінних паперів та види емісійних цінних паперів, які вони випускають, в Україні

До найпоширеніших цінних паперів, що емітуються та розміщуються на первинному ринку, належать акції та облігації.

Емісія та розміщення акцій дозволяє суб'єктам господарювання залучити кошти на постійній основі та може слугувати вирішенню таких завдань: 1) формування статутного капіталу під

час створення; 2) зміна величини статутного капіталу; 3) реорганізація бізнесу; 4) регулювання пропорцій між власним та залученим капіталом тощо.

Фінансові ресурси, що отримані від розміщення акцій, можуть спрямовуватися емітентом на найрізноманітніші потреби, наприклад на розширення та модернізацію виробництва, освоєння нових технологій, поповнення основного та оборотного капіталу тощо. Крім підприємств, що створені у вигляді акціонерних товариств, акції також можуть випускати й інші фінансові установи (наприклад, банки, корпоративні інвестиційні фонди тощо).

У сучасних реаліях функціонування світової економіки однією з основних причин емісії акцій є реструктуризація компаній, яка відбувається здебільшого у формі злиття або поглинання. Останнім часом у країнах з розвиненою ринковою економікою прослідковується тенденція до переважання обсягів емісії облігацій над акціями, що, по-перше, пов'язане з тими перевагами, які надає емісія облігацій (відсутність потреби змінювати структуру акціонерного капіталу, порівняно більша швидкість та менша вартість процедури розміщення), а по-друге, з ширшим колом емітентів облігацій порівняно з акціями (підприємства, держава в особі уповноважених органів, місцеві органи влади).

Емісія та розміщення облігацій дозволяє залучити кошти на тимчасовій основі та може використовуватися різними емітентами з метою:

– покриття короткострокового дефіциту коштів, що необхідні для здійснення інвестицій в оборотний капітал підприємств, а також покриття середньо- і довгострокового дефіциту грошових коштів для реалізації інвестицій в основний капітал підприємств;

– досягнення інших завдань з метою маркетингу підприємства (привертання уваги до торговельної марки, реклама продукції, публічна оцінка підприємства фінансовими аналітиками);

– створення біржової та кредитної історії для отримання більш пільгових умов фінансування підприємств на міжнародних фондових ринках та всередині країни;

– фінансової реструктуризації (формування ліквідної застави у формі цінних паперів, сек'юритизація активів, обмін активів) тощо.

– задоволення загальноекономічних потреб держави (фінансування дефіциту державного бюджету та цільових програм тощо);

– управління параметрами державного боргу;

– здійснення грошово-кредитної політики держави за допомогою проведення операцій на відкритому ринку тощо.

Держава в цілях фінансування реалізації державних або регіональних програм і проектів та дефіциту державного бюджету переважно емітує облігації та казначейські зобов'язання. Емісія державних облігацій України та казначейських зобов'язань є частиною бюджетного процесу.

Для емітента-юридичної особи первинний ринок цінних паперів відкриває широкі можливості у сфері розширеного фінансування господарської діяльності та може стати альтернативою банківському кредитуванню (табл. 9.2).

Таблиця 9.2

Порівняння переваг отримання банківського кредиту та емісії і розміщення цінних паперів

Отримання банківського кредиту	**Емісія та розміщення цінних паперів**
Швидкість	Охоплення ширшого кола інвесторів
Відносно простий механізм отримання кредиту	Дає альтернативні можливості залучення коштів як на тимчасовій (випуск боргових цінних паперів), так і на постійній основі (випуск акцій)
Не передбачає дотримання принципів прозорості та широкого розголошення інформації про позичальника	Можна залучати фінансові ресурси на більш гнучких умовах, адже емітент самостійно визначає умови розміщення
Може скористатися будь-який суб'єкт економічної діяльності	Для емітентів, які характеризуються стійким фінансово-господарським станом та позитивною діловою репутацією; вартість ресурсів, що залучаються через розміщення цінних паперів, буде нижчою порівняно з банківським кредитуванням
Витрати на укладання кредитного договору з банком порівняно нижчі	Успішно проведене розміщення підвищує прозорість емітента, його кредитний рейтинг та формує позитивну кредитну історію на ринку цінних паперів

На первинному ринку цінних паперів з емітентами тісно взаємодіють *інвестори*, які шукають сферу для ефективного вкладення вільних фінансових ресурсів і формують попит на цінні папери.

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

Інвестори можуть бути індивідуальними та інституційними.

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

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

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

Підставою для визнання емісії цінних паперів недобросовісною є:

1) порушення емітентом вимог законодавства, невідповідність поданих емітентом документів вимогам законодавства та/або неповнота інформації у поданих документах;

2) порушення встановленого порядку прийняття рішення про емісію цінних паперів;

3) внесення недостовірних, з розбіжностями між різними положеннями та/або неповних відомостей до документів, що подають для реєстрації випуску цінних паперів, звіту про результати емісії цінних паперів;

4) неодноразове грубе порушення емітентом прав інвесторів під час емісії цінних паперів.

НКЦПФР приймає рішення про визнання **емісії цінних паперів недійсною** у разі, якщо: 1) порушення, що стали підставою для зупинення розміщення цінних паперів, не усунені упродовж 15 днів після прийняття НКЦПФР відповідного рішення; 2) НКЦПФР не надіслані документи, що підтверджують усунення порушень.

У разі визнання емісії недійсною або незатвердження в установлені законодавством строки результатів емісії цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення, або невнесення в установлені законодавством строки змін до статуту, пов'язаних із збільшенням статутного капіталу акціонерного товариства з урахуванням результатів розміщення акцій, емітент таких цінних паперів зобов'язаний повернути інвесторам кошти (майно, майнові права), що надійшли як плата за розміщені цінні папери, у строки, визначені рішенням про емісію цінних паперів, але не більше шести місяців, у порядку, встановленому НКЦПФР.

Центральний депозитарій цінних паперів упродовж трьох робочих днів після отримання від емітента інформації про повернення інвесторам коштів (майна, майнових прав), що надійшли як плата за розміщені цінні папери, забезпечує в порядку, встановленому законодавством про депозитарну систему, списання депозитарними установами прав на відповідні цінні папери з рахунків інвесторів (депонентів) та переведення відповідних цінних паперів з рахунків депозитарних установ на рахунок такого емітента.

За кожний день порушення строку емітент сплачує пеню у розмірі подвійної облікової ставки НБУ.

На первинному ринку цінних паперів також активно функціонують такі суб'єкти, як андерайтери. У цілому професія андерайтера поширена у сфері страхування, банківської справи та на ринку цінних паперів.

Андерайтер на ринку цінних паперів – професійний учасник ринку, торговець цінними паперами, який зобов'язується розмістити цінні папери емітента. Для цього він спільно з емітентом розробляє стратегію розміщення цінних паперів, визначає коло можливих інвесторів, планує проведення різних заходів, перемовин тощо. Завдяки досвіду професійної діяльності андерайтер має особливі знання про стан ринку цінних паперів і головних його учасників, володіє інформацією, якої немає в емітента, і тому може відіграти у процесі розміщення цінних паперів важливу допоміжну і консультаційну роль. Через ці причини він допомагає емітенту підготувати випуск цінних паперів – розробити відповідні документи, вести перемовини з третіми особами тощо. На кожному етапі розміщення андерайтер виконує певні функції, використовує власні професійні знання, досвід роботи на ринку та ділову репутацію. Його професійна допомога необхідна не лише в укладенні правочинів з відчуження цінних паперів, а й в аналітичних дослідженнях ринку, оформленні документообігу тощо.

Андерайтер бере на себе значну частину ризиків, що пов'язуються з розміщенням цінних паперів. Водночас користування такими послугами збільшує витрати емітента, що пов'язані з розміщенням цінних паперів на первинному ринку. За умови, якщо ризики, пов'язані з розміщенням, та обсяги емісії завеликі, то андерайтер може об'єднати свої зусилля з іншими андерайтерами. Таке об'єднання в цьому випадку називатиметься **емісійний синдикат**. Рівень відповідальності кожного з його учасників визначається ними спільно та може бути колективним або роздільним. Традиційно послуги з андерайтингу надають інвестиційні банки.

Основні функції андерайтера: 1) розробка рекомендацій: на якому ринку чи біржі здійснити емісію цінних паперів; щодо розміру випуску й методу емісії; щодо ціни при випуску; 2) виконання підготовки документації з емісії; 3) оголошення про майбутню емісію; 4) розподіл (продаж) емісії за заявками або на ринку;

5) післяринкова підтримка (підтримання курсу до 1 року); 6) аналітична й дослідницька підтримка.

Права та обов'язки андерайтера подано на рис. 9.4.

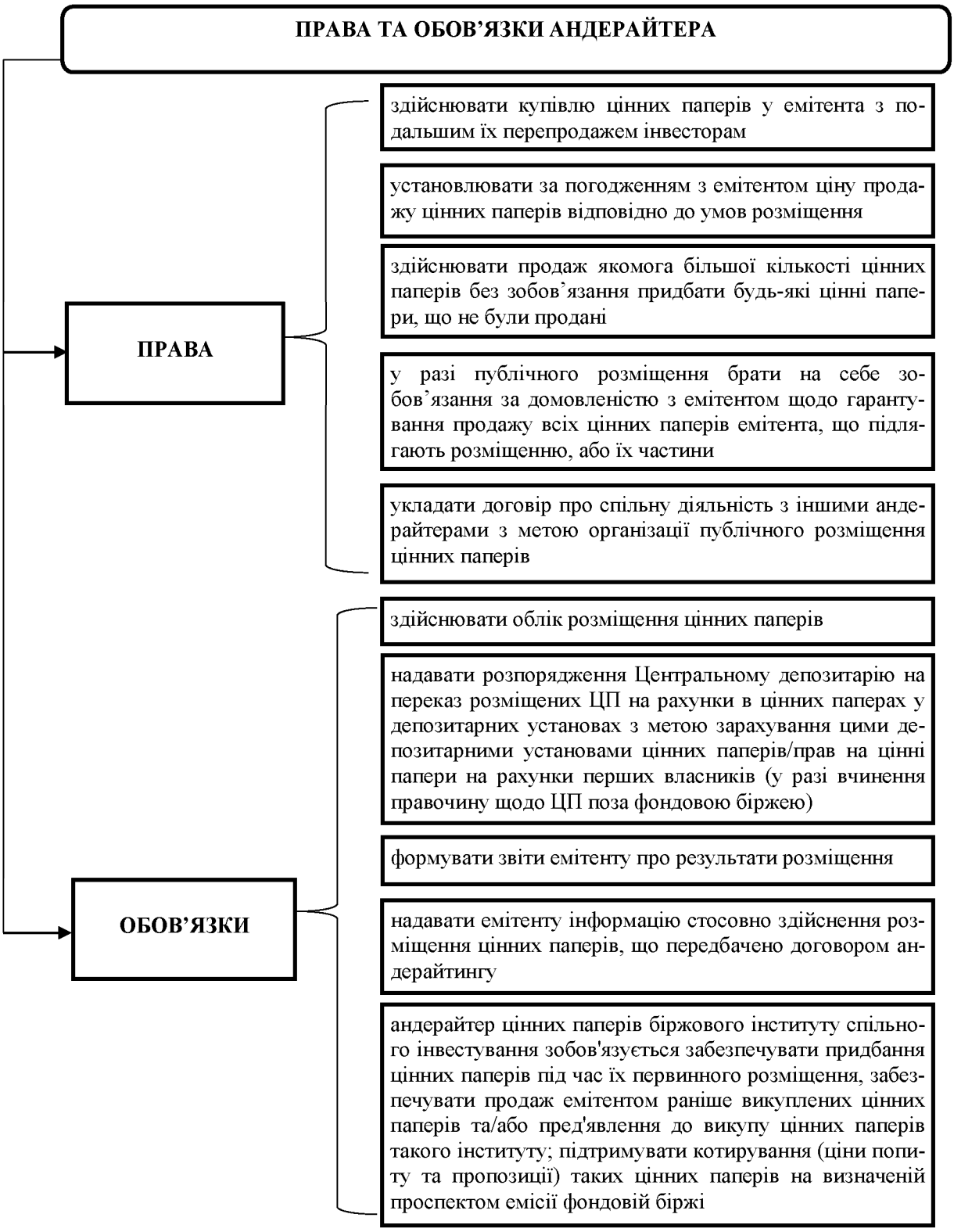


Рис. 9.4. Права та обов'язки андерайтера на первинному ринку цінних паперів

Андерайтер за свої послуги отримує винагороду, що може встановлюватися в абсолютній сумі, у відсотковому відношенні до випуску цінних паперів або у відсотковому відношенні до випуску цінних паперів не нижче визначеної абсолютної суми, або іншим способом.

9.2. Специфіка механізму розміщення цінних паперів

Розміщення цінних паперів на первинному ринку має свою специфіку: форми та способи розміщення, усталену процедуру тощо.

Процедура розміщення цінних паперів на первинному ринку в загальному вигляді включає наступне:

1. Вивчення кон'юнктури первинного ринку та потенційно можливих ризиків, що пов'язані з розміщенням, потреби емітента у фінансових ресурсах.

2. Планування розміщення, яке передбачає таке:

– визначення виду цінних паперів (акції, облігації тощо);

– визначення обсягу емісії цінних паперів;

– вибір способу розміщення (публічне, приватне);

– вибір форми розміщення (пряма, опосередкована), якщо емітент обирає опосередковане розміщення, то передбачається подальше укладання договору з андерайтером;

– планування інших заходів, які можуть супроводжувати розміщення цінних паперів на первинному ринку.

3. Підготовка документів для здійснення подальшої реєстрації розміщення цінних паперів в уповноважених органах державної влади, зокрема розробка проспекту емісії.

4. Реєстрація випуску цінних паперів в уповноважених органах державної влади, що надає емітенту право щодо первинного розміщення цінних паперів.

5. Розкриття інформації, що передбачає оприлюднення проспекту емісії з його наступною публікацією. Це стосується публічного розміщення. Якщо передбачається приватне розміщення, то відбувається реалізація власником цінних паперів свого

переважного права на їх придбання у порядку, встановленому уповноваженим державним органом.

6. Укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії цінних паперів.

7. Фактичне розміщення цінних паперів на первинному ринку відповідно до умов, що визначені проспектом емісії.

8. Затвердження результатів розміщення цінних паперів уповноваженим органом емітента та підготовка звіту про результати розміщення цінних паперів з його наступним поданням до уповноваженого державного органу з даних питань.

9. Реєстрація відповідальним державним органом звіту про результати розміщення цінних паперів з отриманням свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів. У разі публічного розміщення надалі відбувається оприлюднення результатів розміщення.

Основні форми та способи розміщення цінних паперів наведено на рис. 9.5.



Рис. 9.5. Форми та способи розміщення цінних паперів

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

Розміщення цінних паперів у ***прямій формі*** передбачає, що емітент та інвестори у процесі організації заходів щодо розміщення цінних паперів взаємодіють між собою без посередницьких структур. Таке розміщення характеризується підвищеним рівнем ризику для емітента, що пов'язано з відсутністю у емітента належного досвіду, знань і ділової репутації у цій сфері та об'ємністю процедури розміщення цінних паперів тощо.

На розвинених ринках цінних паперів емітенти здебільшого віддають перевагу розміщенню цінних паперів за допомогою професійних учасників ринку цінних паперів – ***опосередковане розміщення***. Професійний учасник повинен володіти відповідною ліцензією на здійснення такого різновиду професійної діяльності з торгівлі цінними паперами, як андерайтинг.

У світовому вимірі перші спроби проведення андерайтингу цінних паперів проводилися в США та датуються 40–50-ми рр. XX ст. (окремі вчені вважають, що це були 30-ті рр.). З того часу він зарекомендував себе як ефективна та зручна форма розміщення цінних паперів на первинному ринку.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV **андерайтинг** – укладення торговцем цінними паперами договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у процесі емісії цих цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом. Андерайтинг може використовуватися як при розміщенні акцій, так і при розміщенні облігацій.

Історично у світовій практиці сформувалися два види (схеми) андерайтингу – *firm commitment* («тверде зобов'язання») і *best effort* («найкращі зусилля»).

Схема «*найкращих зусиль*» передбачає взяття андерайтером на себе зобов'язання докласти максимум зусиль для найбільш повного розміщення цінних паперів. При цьому ризик неповного розміщення випуску несе емітент. Також відносини андерайтингу можуть будуватися за схемою «*твердих зобов'язань*». У цьому випадку андерайтер бере обов'язок викупити в емітента частину чи весь обсяг випуску цінних паперів на заздалегідь визначених умовах для їх подальшого розміщення серед інвесторів. При цьому ризик неповного розміщення випуску несе андерайтер, який гарантує емітенту виплату певної суми, що фіксується в договорі і не залежить від того, чи вдасться йому розмістити весь обсяг випуску. Якщо за першої схеми він не гарантує позитивний результат розміщення цінних паперів, але зобов'язується лише здійснити всі необхідні для цього дії, то схема твердих зобов'язань

передбачає прийняття андерайтером на себе всіх ризиків, пов'язаних з подальшим розміщенням цінних паперів емітента.

До інших форм андерайтингу відносять:

– *андерайтинг «стенд-бай»*, коли андерайтер зобов'язується викупити для наступного розміщення частину емісії, що призначена для реалізації передплатних прав, але яка залишилася невикупленою старими акціонерами або тими, хто придбав у них передплатні права;

– *андерайтинг із авансуванням і без авансування емітента* – передбачається, що емітент матиме можливість спочатку одержати кредит у банку за умови, що він буде погашений із коштів, що надійдуть від розміщення облігаційної позики;

– *андерайтинг на принципах «все або нічого»* – дія угоди з андерайтингу припиняється, якщо андерайтеру не вдається розподілити всю емісію. Це означає, що він зобов'язується повністю розмістити всю емісію цінних паперів;

– *договірний андерайтинг*, де цінові умови емісії (ціна випуску акцій в емітента, спред між зазначеною ціною та ціною, за якою розміщує емісію синдикат) установлюються на основі перемовин між емітентом і єдиним менеджером синдикату;

– *конкурентний андерайтинг* – передбачає, що підготовку емісії на засадах конкуренції проводять декілька андерайтерів/ синдикатів, кожен із яких формує свої цінові та інші умови. Уся інформація тримається в таємниці один від одного. Далі емітент обирає андерайтера за конкурсом заявок на проведення андерайтингу, зазвичай орієнтуючись на кращі цінові та інші умови.

Розміщення цінних паперів на первинному ринку цінних паперів також може здійснюватись у *публічний* або *приватний спосіб*.

Публічне розміщення цінних паперів – спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оприлюднення в будь-який інший спосіб повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь невизначеної кількості осіб. У свою чергу, **приватне розміщення цінних паперів** – спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження шляхом безпосередньої

письмової пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100.

У вітчизняній практиці емісія цінних паперів шляхом їх публічного та приватного розміщення здійснюється за відповідними етапами (табл. 9.3). Кожний з них має свої переваги та недоліки. Публічне розміщення дозволяє отримати додатковий емісійний дохід шляхом зростання ринкової вартості цінного папера; не накладається жодних обмежень щодо виду та кількості інвесторів. При цьому воно обов'язково передбачає публічне розкриття інформації про результати розміщення, що може негативно позначитися на економічній безпеці емітента. Щодо приватного розміщення, то воно передбачає розміщення цінних паперів серед акціонерів, що дозволяє забезпечити високий рівень такої безпеки.

Особливе місце на первинному ринку цінних паперів належить *IPO* (англ. *Initial Public Offering*). Поняття *IPO* запозичене з англійської мови і дослівно перекладається як «*первинна публічна пропозиція*». Хоча в цьому терміні відсутнє посилання на вид пропонованих цінних паперів, він застосовується стосовно акцій. В українській фаховій літературі сталим перекладом терміна є «*первинне публічне розміщення*».

Учені та практики часто розглядають цей термін дещо порізному, проте найбільшого поширення набуло початкове американське розуміння терміна, за яким *первинним публічним розміщенням* вважається таке розміщення, при якому пропозиція акцій необмеженому колу інвесторів через фондову біржу відбувається вперше, а кожна наступна після *IPO* публічна пропозиція широкому колу інвесторів додаткового (нового) випуску акцій підприємства, чиї цінні папери вже обертаються на фондовій біржі, класифікується як дорозміщення (*follow-on*), названого вторинним розміщенням акцій (*Secondary Public Offering – SPO*).

Таким чином, в узагальненому розумінні ***IPO*** – це первинне публічне розміщення акцій, коли компанія вперше розміщує свої акції через фондову біржу і їх купує необмежене коло інвесторів. Первинне публічне розміщення акцій може бути внутрішнім, коли процедура відбувається всередині країни, і зовнішнім – на іноземних торговельних майданчиках.

Таблиця 9.3

Етапи емісії цінних паперів шляхом публічного та приватного розміщення

№	Публічне розміщення	Приватне розміщення
1.	Прийняття рішення про публічне розміщення цінних паперів	Прийняття рішення про приватне розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення
2.	Укладення у разі потреби попереднього договору з андерайтером	Укладення у разі потреби попереднього договору з андерайтером
3.	Укладення попереднього договору з депозитарієм про обслуговування емісії	Укладення попереднього договору з депозитарієм про обслуговування емісії цінних паперів
4.	Подання НКЦПФР заяви і всіх необхідних документів для реєстрації випуску цінних паперів та проспекту їх емісії	Подання НКЦПФР заяви і всіх необхідних документів для реєстрації випуску та проспекту емісії цінних паперів
5.	Реєстрація НКЦПФР випуску цінних паперів, проспекту їх емісії та видача тимчасового свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів	Реєстрація НКЦПФР випуску цінних паперів, проспекту їх емісії та видача тимчасового свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів
6.	Присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера	Присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера
7.	Укладення у разі потреби договору з андерайтером	Укладення у разі потреби договору з андерайтером
8.	Укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії цінних паперів	Укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії цінних паперів
9.	Розкриття інформації, що міститься у проспекті емісії цінних паперів	Реалізація власником цінного паперу свого переважного права на придбання цінних паперів у порядку, встановленому НКЦПФР
10.	Укладення договорів з першими власниками	Укладення договорів з першими власниками
11.	Затвердження результатів публічного розміщення цінних паперів уповноваженим органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення	Затвердження результатів розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення
12.	Виготовлення сертифікатів цінних паперів у разі публічного розміщення цінних паперів у документарній формі	Виготовлення сертифікатів цінних паперів у разі розміщення цінних паперів у документарній формі
13.	Внесення змін до статуту публічного акціонерного товариства, пов'язаних із збільшенням статутного капіталу з урахуванням результатів публічного розміщення акцій	Внесення змін до статуту акціонерного товариства, пов'язаних із збільшенням статутного капіталу товариства з урахуванням результатів розміщення акцій
14.	Реєстрація змін до статуту публічного акціонерного товариства в органах державної реєстрації	Реєстрація змін до статуту акціонерного товариства в органах державної реєстрації
15.	Подання НКЦПФР звіту про результати публічного розміщення цінних паперів	Подання НКЦПФР звіту про результати приватного розміщення цінних паперів
16.	Реєстрація НКЦПФР звіту про результати публічного розміщення цінних паперів	Реєстрація НКЦПФР звіту про результати приватного розміщення цінних паперів
17.	Отримання свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів	Отримання свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів
18.	Розкриття інформації, що міститься у звіті про результати публічного розміщення цінних паперів	

Переваги та недоліки *IPO*: а) можливість розмістити цінні папери серед якомога більшої кількості професійних учасників біржового сегмента фондового ринку за ринковою ціною, що змінюватиметься у процесі котирування цінних паперів на біржі; б) найбільші витрати для емітента порівняно з іншими способами розміщення. Водночас саме через *IPO* нині здійснюються найбільш масштабні розміщення цінних паперів приватних емітентів на первинному ринку.

Процедура первинного публічного розміщення включає такі обов'язкові етапи.

1. Прийняття емітентом рішення про вихід на відкритий біржовий ринок шляхом первинного розміщення.

2. Укладання угоди з андерайтерами, які забезпечуватимуть організацію та проведення *IPO*. Однією з характерних рис *IPO*, порівняно з приватним розміщенням та розміщенням через підписку, є використання емітентом послуг саме спеціалізованих фінансових посередників. Це потребує додаткових витрат, проте дає змогу зменшити ризики, пов'язані з розміщенням цінних паперів на відкритому ринку.

3. Підготовка проспекту емісії та інших документів, що необхідні для державної реєстрації розміщення цінних паперів.

4. Державна реєстрація розміщення з наступною емісією цінних паперів.

5. Здійснення інформаційних заходів, зокрема «дорожніх шоу» (англ. *road show*), з метою стимулювання інтересу інвесторів до цінних паперів емітента.

6. Проходження емітентом процедури лістингу на фондовій біржі.

7. Безпосередній продаж цінних паперів на фондовій біржі.

Крім основної мети – залучення фінансових ресурсів шляхом продажу цінних паперів на біржі, *IPO* надає можливість емітенту: а) продати фінансовим установам частину цінних паперів ще до проходження процедури лістингу шляхом класичного андерайтингу; б) підвищити ліквідність власного капіталу у випадку зростання попиту на цінні папери на відкритому ринку; в) збільшити власну ринкову капіталізацію у випадку зростання

ринкової вартості цінних паперів у процесі біржових торгів; г) розрахуватися щойно емітованими цінними паперами зі співвласниками підприємств у випадку реорганізації шляхом приєднання; д) підвищити власну ділову репутацію, забезпечити публічність і прозорість діяльності компанії.

Таким чином, сучасний первинний ринок цінних паперів надає емітенту можливість обирати форму та спосіб розміщення відповідно до власних потреб та чинного законодавства.

9.3. Організатори торгівлі на вторинному ринку цінних паперів

Ефективне функціонування ринку цінних паперів вимагає існування різноманітних організацій, які здатні створити належні умови для здійснення торгівлі цінними паперами на високому рівні. До них належать, зокрема, фондові біржі та торговельно-інформаційні системи (далі – ТІС). Організаторами торгівлі цінними паперами на біржовому сегменті ринку є фондові біржі, а на позабіржовому – ТІС, які організовують укладення угод між учасниками ринку цінних паперів на регулярній і впорядкованій основі.

Фондова біржа забезпечує умови для проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами у спосіб, що приводить до укладання біржових контрактів (договорів) щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.

Слово «біржа» пов'язують з містом Брюгге в Нідерландах, де в XV ст. на площі біля будинку купця *Van der Beurze* збиралися купці з різних країн для обміну торговою інформацією, купівлі іноземних векселів та інших торгових операцій. На фамільному гербі купця було зображено три гаманці, які і дали біржі її назву, адже термін «біржа» походить від латинського *Bursa*, що означає гаманець. А попередниками сучасної біржі були ринки та ярмарки. Більш детально історію становлення світових і національних бірж викладено у розділі 2.

У широкому сучасному розумінні *фондова біржа* – це організаційно оформлений і регулярно функціонуючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами та іншими фінансовими інструментами. Вона належить до вторинного ринку цінних паперів, зосереджує попит і пропозицію фінансових інструментів, сприяє формуванню їх біржового курсу.

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV **фондова біржа** – це професійний учасник ринку цінних паперів, який створює організаційні, технологічні, інформаційні, правові та інші умови для збирання та поширення інформації стосовно пропозицій цінних паперів та інших фінансових інструментів і попиту на них, проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів згідно з правилами, встановленими такою фондовою біржею[1].

На рис. 9.6 наведено класифікацію фондових бірж за різними ознаками.

Державні біржі засновуються органами державної влади та перебувають під жорстким контролем з боку держави. Вони поширені в Європі, зокрема у Франції, Нідерландах і Бельгії. Щодо Франції, то після краху фінансової системи за часів *Джона Ло* (1719 р.) були заборонені приватні біржі. *Приватні фондові біржі* створюються торговцями у формі акціонерних товариств і є абсолютно самостійними в організації біржової торгівлі. Перший вид бірж прийнято називати європейським, а другий – англо-американським, оскільки такі біржі працюють у Великобританії та США. *Змішані фондові біржі* створюються як акціонерні товариства за

---

[1] Фондова біржа провадить свою діяльність, ґрунтуючись на таких ключових законодавчих актах, як Цивільний кодекс України; Господарський кодекс України; Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV; Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР; Закон України «Про депозитарну систему Україні» 06.07.2012 № 5178-VI, Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688 тощо.

умови, що не менше 50 % їх капіталу належить державі (Австрія, Швеція та Швейцарія). Українські біржі можна віднести до змішаного типу.

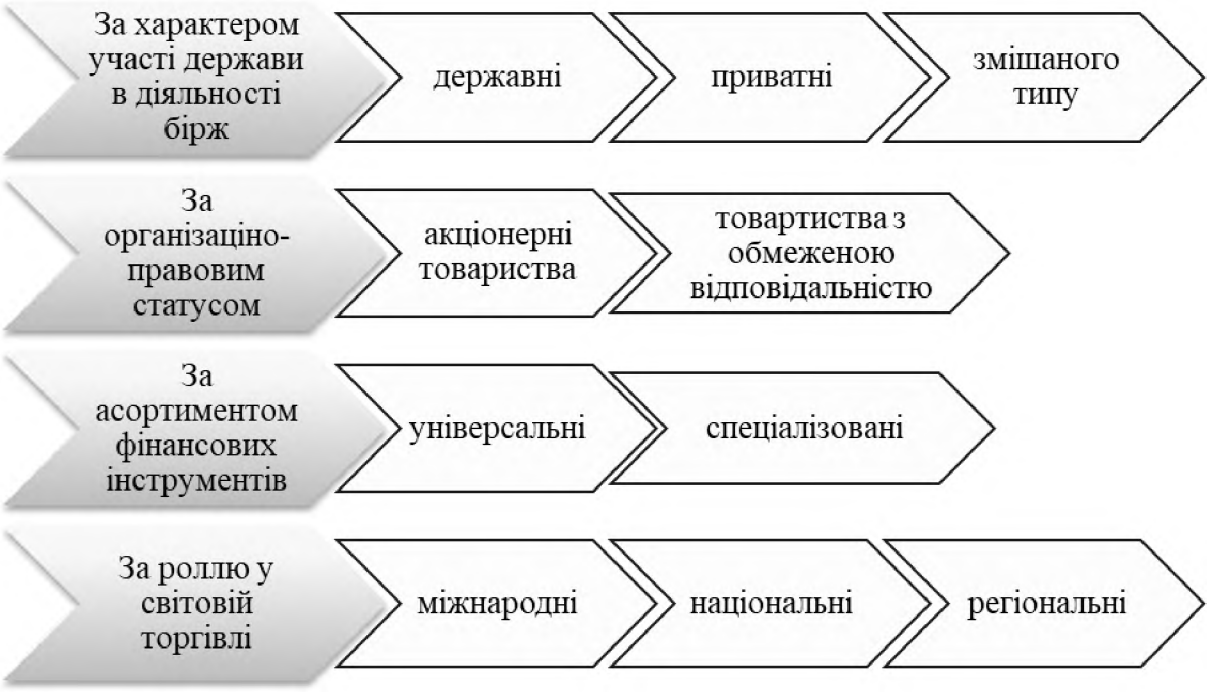


Рис. 9.6. Класифікація фондових бірж

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

За асортиментом фінансових інструментів, що ними торгують, фондові біржі можуть належати до універсальних та спеціалізованих. Спеціалізовані біржі спеціалізуються на окремих фінансових інструментах чи їх групах. Універсальні біржі мають широко диверсифіковану номенклатуру.

За роллю у світовій торгівлі фондові біржі можуть бути міжнародні, національні та регіональні. *Міжнародні біржі* зосереджені у США, Великобританії та Японії, де створено умови вільного переміщення капіталу, що отриманий від біржової діяльності. *Національні біржі* діють у межах однієї країни. *Регіональні* діють у межах регіону, наприклад Західної Європи тощо.

Роль фондових бірж на ринку цінних паперів та в економіці, в першу чергу, проявляється через функції, які вони виконують. У цілому їх можна згрупувати та подати так (рис. 9.7).



Рис. 9.7. Загальні функції фондових бірж

Функції фондових бірж у вітчизняній практиці закріплені в рішенні НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688 (рис. 9.8).

Фондова біржа утворюється не менше ніж двадцятьма засновниками – торговцями цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку. Частка одного торговця цінними паперами не може бути більшою ніж 5 % статутного капіталу фондової біржі. Біржа набуває статусу юридичної особи з моменту державної реєстрації відповідно до Закону України «Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб-підприємців» від 15.05.2003 № 755-IV. Вона має право провадити діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку з моменту отримання ліцензії НКЦПФР.

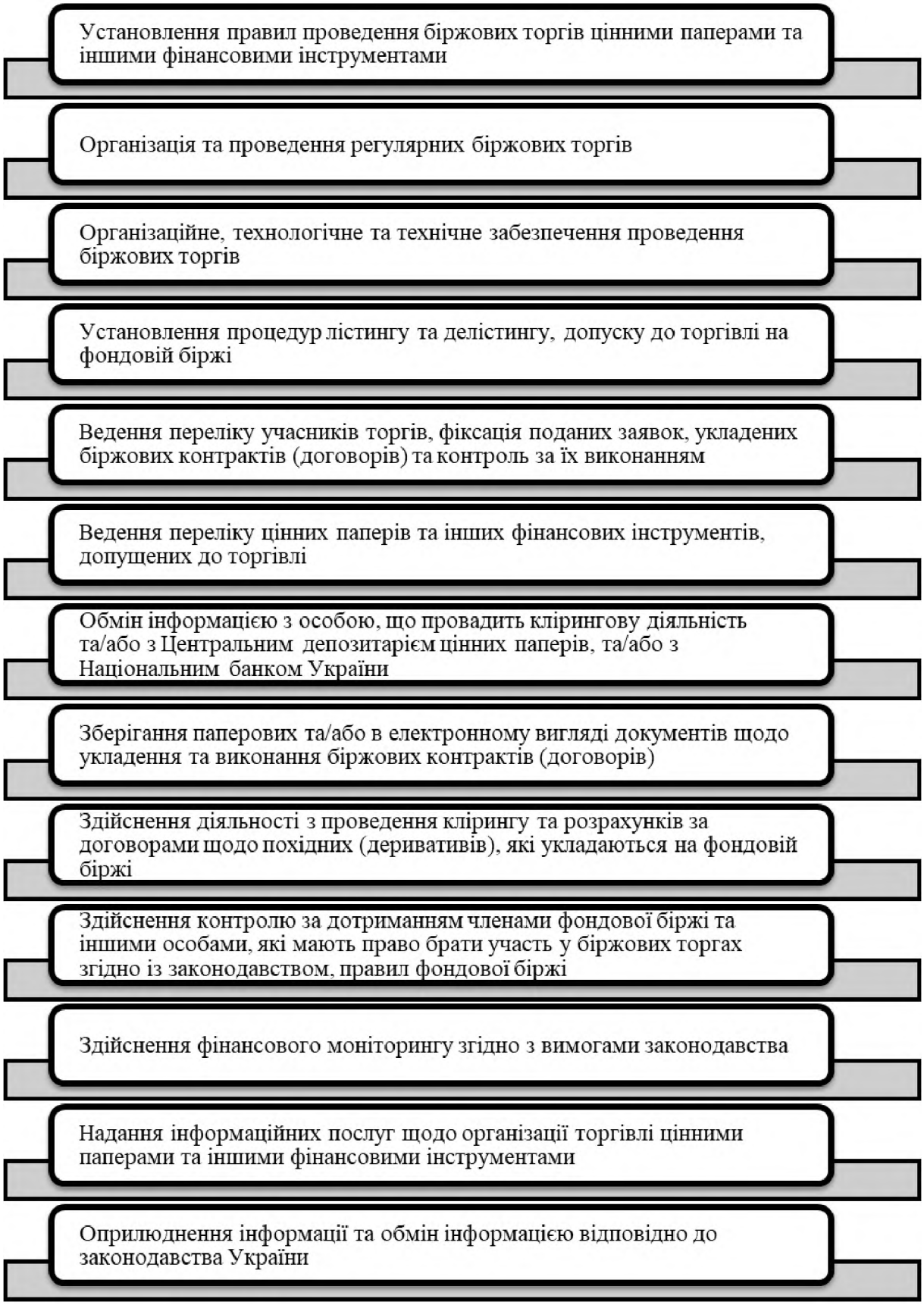


Рис. 9.8. Функції фондових бірж в Україні

Прибуток фондової біржі спрямовується на її розвиток та не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками). Він отримується за рахунок:

1) акцизу (податку на угоду), що стягується з членів біржі за кожне замовлення, що виконане в торговому залі;

2) плати компаній за включення їх цінних паперів до біржового списку;

3) щорічних внесків компаній, які біржа використовує на підтримання їхнього лістингу в належному стані;

4) плати компаній за зміни в лістингу, наприклад у зв'язку зі змінами в їхньому капіталі тощо;

5) вступних внесків нових членів;

6) епізодичних внесків членів біржі на покриття поточних збитків або створення необхідних резервів.

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.

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

Торгівля на фондовій біржі здійснюється за ***правилами фондової біржі***, що затверджуються біржовою радою та реєструються НКЦПФР. Фондова біржа зобов'язана до подання правил на реєстрацію в НКЦПФР укласти договір про кліринг та розрахунки за правочинами щодо цінних паперів з особою, яка провадить клірингову діяльність. Вимоги до такого договору встановлюються НКЦПФР. До моменту його укладення біржа не має права провадити діяльність з організації торгівлі цінними паперами.

Правила фондової біржі складаються з порядку, що наведений у табл. 9.4.

Таблиця 9.4

Порядок правил фондової біржі в Україні

№ з/п	Порядок
1	Організації та проведення біржових торгів
2	Лістингу та делістингу цінних паперів
3	Допуску членів фондової біржі та інших осіб до біржових торгів
4	Котирування цінних паперів та інших фінансових інструментів, 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 біржових торгах згідно із законодавством, правил фондової біржі
8	Накладення санкцій за порушення правил фондової біржі
	Додатково
1	Здійснення клірингу та розрахунків за укладеними контрактами (договорами) щодо фінансових інструментів (крім цінних паперів)
2	Здійснення заходів із зниження ризиків невиконання укладених на фондовій біржі контрактів (договорів), у тому числі щодо порядку примусового закриття позицій

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

Правилами фондової біржі повинні визначатись:

– порядок набуття статусу члена біржі, у тому числі вимоги до нього, призупинення та припинення статусу;

– права і обов'язки члена фондової біржі;

– порядок ведення переліку членів біржі, учасників біржових торгів та їх уповноважених представників;

– порядок реєстрації уповноважених представників учасників біржових торгів;

– порядок надання інформації членами біржі та учасниками біржових торгів.

Правила фондової біржі є обов'язковими для виконання біржею, її членами, учасниками біржових торгів, емітентами, цінні папери яких унесені до біржового реєстру.

Правила фондової біржі регулюють відносини між емітентами, цінні папери яких унесені до біржового реєстру, та фондовою біржею, а саме:

а) розкриття емітентом особливої інформації, інформації про фінансові показники діяльності емітента та події, що можуть суттєво вплинути на ціну цінних паперів такого емітента;

б) повідомлення емітентом про дату, час та місце оприлюднення інформації, що належать до інсайдерської відповідно до законодавства України.

Фондова біржа самостійно встановлює розміри оплати за свої послуги. Перелік видів послуг із зазначенням розміру оплати за ними обов'язково оприлюднюється на власному веб-сайті фондової біржі (у цілодобовому режимі).

На позабіржовому ринку цінних паперів функціонують *торговельно-інформаційні системи*, які організовують укладення угод між учасниками ринку на регулярній та впорядкованій основі.

У зарубіжній практиці функціонування ринку цінних паперів діють різноманітні види позабіржових електронних торгово-інформаційних систем. Проте в Україні законодавство визначає, що організаторами торгівлі є лише фондові біржі, що фактично виводить за межі правового поля ТІС в Україні.

9.4. Операційний механізм фондової біржі. Електронна торговельна система

Операційний механізм функціонування фондових бірж поєднує взаємопов'язані операції, що виконуються в певній послідовності з урахуванням технологій та процедур організації біржових торгів.

Відповідно до рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688 ***біржові торги*** – організоване подання учасниками торгів

заявок на купівлю-продаж цінних паперів та інших фінансових інструментів з метою укладання на фондовій біржі контрактів (договорів) щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів відповідно до законодавства та правил біржі.

Організація та проведення біржових торгів може відбуватись у двох формах: 1) торги «з голосу» за технологією аукціону; 2) з використанням системи електронних торгів (СЕЛТ) (рис. 9.9).



Рис. 9.9. Форми проведення біржових торгів

Класична фондова біржа являє собою аукціон, де торгівля ведеться в операційному залі «з голосу». Наразі завдяки розвитку електронних технологій на багатьох біржах на зміну проведення операцій в операційному залі прийшли системи електронних торгів з використанням терміналів, що встановлені у членів біржі та

пов'язані з центральною комп'ютерною системою. Проте і на автоматизованих біржах частина операцій, як і раніше, може здійснюватися в операційному залі «з голосу». Так, на Паризькій біржі торгівля облігаціями, опціонами відбувається саме «з голосу».

Торги «з голосу» проводяться у торговельних залах фондової біржі в установлений правлінням час. Під час торгів їх учасники розміщуються в торговельній залі на спеціально відведених місцях. Оголошувати заявки та укладати угоди під час таких торгів можуть лише учасники, які отримали допуск до торгів.

Торги «з голосу» можуть відбуватися за технікою ***простого аукціону***, а їх основою є інформація біржового бюлетеня (або електронно-інформаційного табло) з пропозиціями на продаж. У випадку ***прямого (англійського) аукціону*** перед початком торгів продавці пропонують заявки з цінами на свої активи. Всі ціни «збиваються» в один бюлетень і надаються учасникам аукціону. Практика показує, що реальна вартість товару в процесі торгів може піднятися у кілька разів. При цьому основний параметр підвищується крок за кроком, у міру того, як покупці пропонують усе більш високу ціну. Торги тривають до того часу, поки кращу пропозицію не зможе перебити жодний з покупців. Товар продається за найвищою ціною пропозиції. У випадку ***реверсного (голландського) аукціону*** початкова ціна продавця є максимальною та поступово зменшується, цінні папери продаються першому покупцеві, якого влаштовує запропонована ціна. ***Аукціон втемну (заочний тип)*** – усі покупці пропонують свої заявки одночасно та таємно. Отримує товар той покупець, який запропонував у своїй заявці найвищу ціну, тобто зробив найкращу пропозицію. Ці види аукціонів застосовуються, якщо спостерігається конкуренція покупців за надлишкового попиту або конкуренція продавців за недостатнього платоспроможного попиту. Традиційна біржова торгівля заснована на принципах ***подвійного аукціону***, коли покупці підвищують ціну попиту (не можна називати ціну нижче вже запропонованої), а продавці знижують ціну пропозиції (не можна називати ціну вище вже запропонованої). Угода укладається за збігу ціни. Цей тип торгів є найпопулярнішим. Основна причина – наявність конкуренції з двох сторін, тобто між покуп-

цями та продавцями. Подвійні аукціони можуть існувати або у формі ***онкольних («залпових»)*** або ***безперервних аукціонів***. У першій формі заявки, які надходять з обох сторін, накопичуються впродовж певного часу, а потім поступово реалізуються. На основі таких заявок встановлюються офіційні ціни на кожний вид цінних паперів. За цими цінами забезпечується виконання ринкових замовлень: замовлення задовольняється чи навпаки – залишається без виконання. Періоди реалізації заявок («залпи») залежать від рівня ліквідності ринку. Ліквідними варіантами залпових аукціонів є безперервні аукціони, де задоволення угод відбувається в постійному режимі.

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

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

1. ***Безперервний подвійний аукціон*** – передбачає безперервне зіставлення зустрічних заявок учасників СЕЛТ у міру їх надходження відповідно до встановленої черговості виконання заявок.

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

Учасники біржових торгів отримують доступ до СЕЛТ шляхом отримання статусу її учасника та підключення до системи в торговому режимі відповідно до Порядку одержання доступу до системи електронних торгів, який затверджується Біржовою радою.

Для всіх технологій проведення біржових торгів характерні такі операції:

– вивчення попиту та пропозиції на фінансові інструменти за межами біржі та вихід брокера на біржу;

– узгодження умов угоди між брокером-продавцем і брокером-покупцем, укладання біржової угоди у процесі біржового торгу;

– оформлення та реєстрація біржової угоди, біржового контракту і розрахунок з біржею;

– розрахунок клієнта з брокером за здійснення біржової угоди;

– поставка та одержання товару, розрахунок за нього клієнтами брокерів.

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

Після того, як цінні папери пройшли процедуру лістингу[1] та включені до котирувального листа, з ними можна здійснювати угоди купівлі-продажу. Біржові угоди укладаються за допомогою офіційного курсового маклера або дилера, або іншої особи – повноважного представника біржі, який організовує біржовий торг і котирування[2]. Кожна біржа самостійно визначає регламент укладення угоди. Водночас порядок укладення угод на біржі спирається на загальні вимоги щодо них.

Класифікацію біржових угод наведено на рис. 9.10.

Ключовою ознакою класифікації біржових угод є термін їх виконання та зміст. За цією ознакою угоди поділяються на:

1) **касові угоди**, що підлягають негайному виконанню в залі біржі або упродовж 2–3 днів після їх укладення. Вони можуть бути простими та з маржею (маржеві). *Маржева угода* (угода з маржею) – це така угода, яка передбачає, що клієнт може придбати фінансові інструменти, взявши борг у брокера чи іншої фінансової установи. За умови придбання клієнт сплачує лише частину вартості фінансових інструментів, а решта покривається отриманим кредитом. У випадку продажу фінансових інструментів, узятих в борг, гравці на пониження продають взяті у борг інструменти, якими фактично не володіють. Якщо очікування продавця справджуються і курс взятих у борг інструментів знижується, він купує їх і повертає брокеру, який їх йому позичив;

---

[1] *Лістинг* – сукупність процедур із включення цінних паперів до реєстру фондової біржі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам та вимогам, установленим у правилах біржі.

[2] *Котирування* – механізм визначення та/або фіксації на фондовій біржі ринкової ціни емісійного цінного папера, що перебуває в обігу на такій біржі.

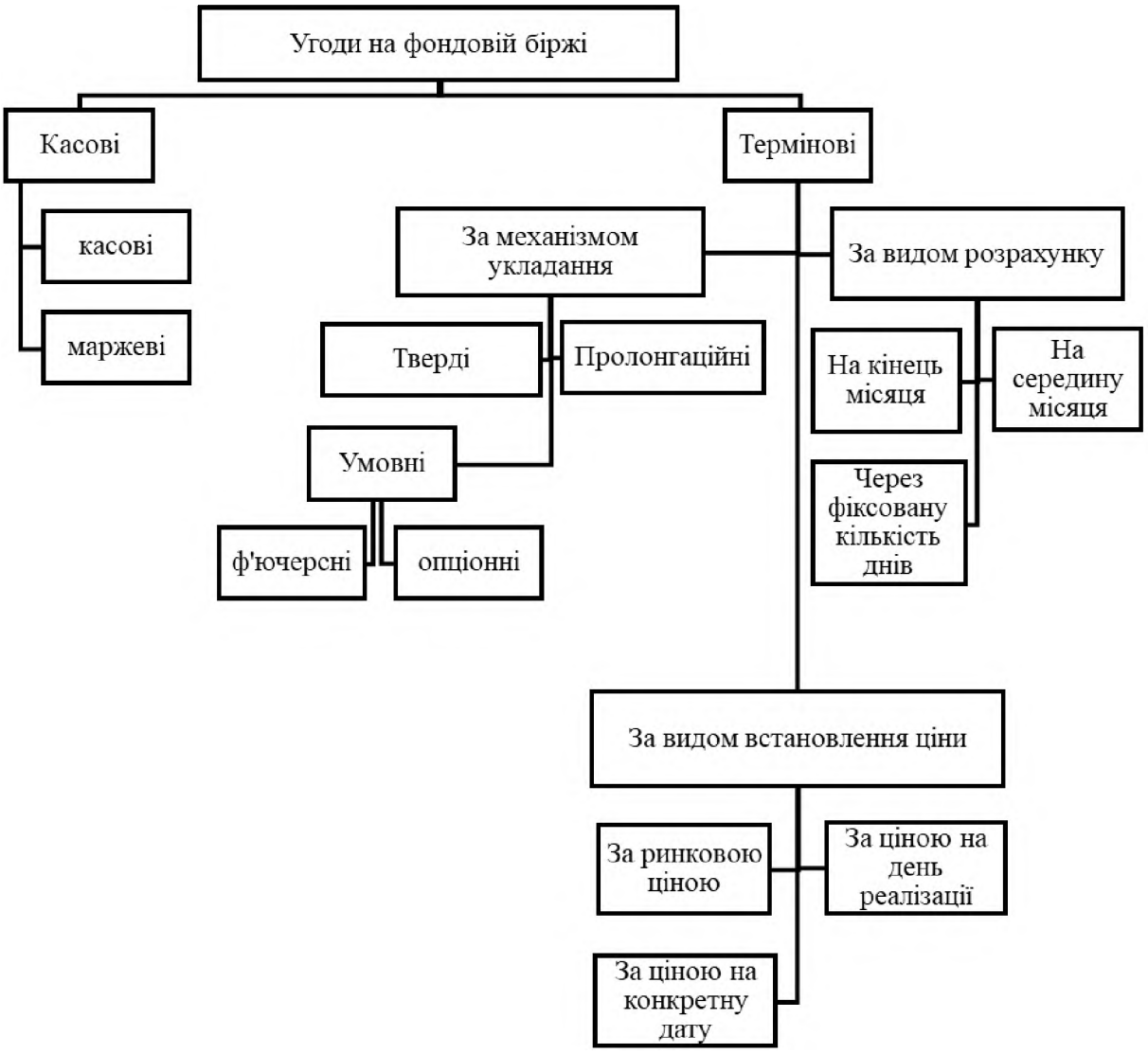


Рис. 9.10. Класифікація біржових угод на фондовій біржі

2) **термінові угоди**, що класифікуються залежно від способу встановлення ціни, часу і механізму здійснення розрахунків за куплені фінансові інструменти, параметрів, передбачених під час їх укладення. Виконання угоди прив'язане до дня її укладення і настає через певну кількість днів, що встановлені у контракті. Залежно від часу виконання розрахунків термінові угоди поділяються на угоди з оплатою в середині місяця (угода ліквідується 15-го числа зазначеного місяця) і з оплатою наприкінці місяця (угода ліквідується наприкінці місяця, тобто 30-го або 31-го числа).

За механізмом укладення термінові угоди поділяються на тверді (прості), ф'ючерсні, умовні (опціони) і пролонгаційні.

Тверді угоди – це угоди, умови яких не підлягають зміні у процесі реалізації угоди. Вони стандартизовані за формою.

Умовні угоди, або угоди з премією – це строкові біржові угоди, в яких один із контрагентів за встановлену винагороду (премію) набуває права на підставі особливої заяви, приуроченої до певного дня, зробити той або інший вибір (що стосується умов виконання угоди): виконати угоду або відмовитися від її виконання.

Пролонговані угоди – це угоди з подовженим терміном дії.

Здійснення біржових торгів та як їх результат – укладення та виконання біржових угод щодо купівлі-продажу фінансового інструменту відбуваються в рамках певного біржового процесу (рис. 9.11).

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

Відповідно до рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» від 22.11.2012 № 1688 ***заявка*** – це подана учасником біржових торгів, згідно з правилами фондової біржі, пропозиція на купівлю чи продаж цінних паперів або інших фінансових інструментів, яка містить умови, на яких пропонується здійснити укладення біржового контракту (договору); зареєстрована фондовою біржею заявка учасника біржових торгів є пропозицією та згодою цього учасника укласти та виконати біржовий контракт (договір).

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

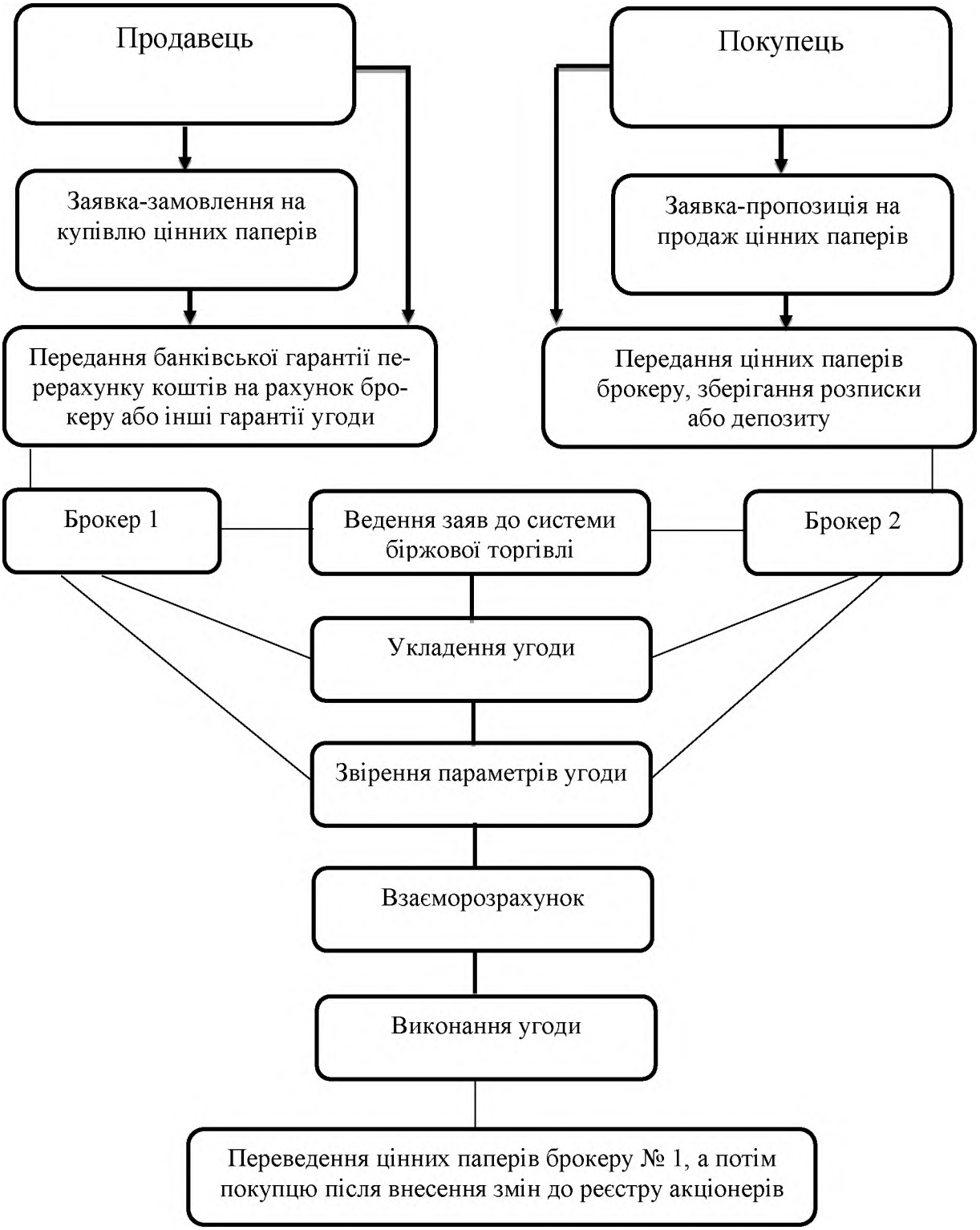


Рис. 9.11. Організація біржового процесу на фондовій біржі

Заявку (замовлення) може оформити будь-яка фізична або юридична особа (клієнт), яка уклала договір з брокером про те, щоб представити це замовлення на біржі. Проте, щоб замовлення було виконане, клієнт має надати гарантії оплати куплених цінних паперів. Такими гарантіями є надання брокеру простого векселя

на повну суму угоди; перерахування на рахунок брокера суми в розмірі певного відсотка від суми угоди, що є запорукою і може бути використане брокером, якщо клієнт не виконає своїх зобов'язань; відкриття брокеру поточного рахунку (з правом розпорядження) на суму, яка становить певний відсоток від суми угод, що доручається брокеру упродовж півріччя. Але найефективнішим засобом розрахунку є банківська гарантія, що містить безумовне зобов'язання банку оплатити усю його заборгованість на першу вимогу брокера. Така форма розрахунків не вилучає фінансові ресурси з обороту брокера або його клієнта і максимально наближає час укладення угоди і час платежу.

Відповідно до чинних нормативних документів професійні учасники ринку цінних паперів, які здійснюють брокерську діяльність, під час укладення угод з цінними паперами за дорученням клієнта можуть відмовитися від приймання доручень на купівлю будь-яких цінних паперів, якщо немає впевненості, що клієнт оплатить угоду.

Під час продажу цінних паперів клієнт водночас направляє брокеру як заявку-пропозицію з дорученням про їх продаж, так і самі цінні папери, призначені для продажу, або відповідно оформлену зберігальну розписку. Зберігальна розписка містить зобов'язання видати цінні папери на першу вимогу брокеру або іншій особі, що має доручення від брокера. Брокер не приймає доручення на продаж цінних паперів, якщо відсутня гарантія того, що клієнт має цінні папери.

Техніка передання біржових заявок надто різна. Можна скористатися послугами кур'єра, відправити факс, скористатися взаємопогодженим документом, що підтверджує періодичну силу заявок телефоном або найпоширенішим нині шляхом через інтернет-мережі комп'ютерного зв'язку. Інвестор може доручити брокеру не тільки купити ті чи інші цінні папери найкращого, на його думку, емітента, а й навести в заявці умови, за яких повинна відбутися угода. Тому текст заявки повинен містити необхідну інформацію у формі наказів для брокера, який укладає угоду.

Проведення операцій з цінними паперами передбачає використання різних наказів («заявок»). Інвестор обирає наказ відповідно

до власних пріоритетів, залежно від того, що він очікує отримати від угоди. Існують три основні види наказів:

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

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

– *стоп-наказ (stop order)* – доручення на купівлю або продаж, що повинне по можливості бути реалізоване, як тільки ринкова ціна цінних паперів досягне раніше обумовленої клієнтом величини. Наприклад, клієнт купив акції компанії за ціною $ 60 за одну акцію. Побоюючись, що їх курс знизиться, він відкриває брокеру стоп-замовлення на їхній продаж, якщо тільки ціна знизиться до $ 50 і нижче. Це означає, що як тільки ціна на акції дійде до межі $ 50 або в результаті стрибка впаде ще нижче, то брокер намагатиметься продати ці цінні папери за найсприятливішою ціною.

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

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

Якщо цінні папери пройшли процедуру лістингу, то безпосередньо на фондовій біржі розпочинається робота з реалізації угоди. У випадку коли цінні папери компанії не занесені до біржового списку, то за угодою з клієнтом може початися збір необхідних документів для проведення експертизи і наступного лістингу. Якщо клієнт не погоджується йти на лістинг або отримано заборону котирувальної комісії, то брокерські або дилерські контори можуть здійснювати торгівлю цінними паперами на позабіржовому ринку.

Технологія здійснення біржового процесу на фондовій біржі передбачає етапність виконання процесів. Початковим етапом є оформлення і реєстрація заявок на купівлю і продаж цінних паперів, введення заявок у біржові торги та їх виконання шляхом укладення біржової угоди, реєстрація угоди на біржі і здійснення розрахунків за нею (рис. 9.10).

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

– торгівля в залі із застосуванням комп'ютерного забезпечення;

– торгова система з використання електронного забезпечення;

– електронна торгова система;

– електронна біржа.

Перший етап впровадження комп'ютерного забезпечення в біржову торгівлю стосувався лише її окремих процесів та був пов'язаний із організацією торговельного процесу. В самому процесі укладання біржових угод комп'ютерне забезпечення не використовувалося.

На другому етапі відбувалося поступове впровадження електронних систем передачі наказів, а також систем, що здійснювали операції з розрахунків та сприяли підвищенню продуктивності класичних аукціонних технологій біржової торгівлі.

Третій етап характеризувався впровадженням в практику біржової торгівлі електронних торгових систем, які повністю комп'ютеризували торговельний процес та витіснили стару технологію здійснення біржової торгівлі. Весь процес від укладання

і виконання угоди відповідно до умов наказів, електронне підтвердження укладення угоди та передача інформації про здійснену угоду в кліринго-розрахунковий центр для подальшого контролю за розрахунками – все це об'єднано в електронно-комплексну систему, що почала ефективно функціонувати ще наприкінці XX ст. на більшості бірж світу.

На четвертому етапі освоєння різних видів застосування комп'ютерних технологій дозволило створити електронну біржу, яка являє собою закриту торгову систему, всередині якої всі процеси, що пов'язані з укладанням та виконанням контрактів, здійснюється в автоматичному режимі. Вони інтегровані між собою за допомогою електронного зв'язку. Ця система охоплює процеси прийняття і передачі наказів, пошук і встановлення найкращої ціни, виконання угоди, здійснення клірингових розрахунків, надання інформації та проведення контролю. Освоєння таких новітніх технологій дозволяє електронним біржам здійснювати угоди, кліринго-розрахункові операції швидко і з найменшими витратами. Торгівля через систему електронних бірж підвищує ліквідність, а головне прозорість і відкритість укладених угод. Прикладом успішно діючої електронної біржі може бути глобальна біржа *NYSE Euronext*.

До функціонування електронних торгових систем із боку клієнтів висуваються високі вимоги, успішне виконання яких дозволяє їм залишатись конкурентоспроможними на фондовому ринку. До них передусім можна віднести таке: надійність, швидкість здійснення операцій, зростання можливостей щодо передачі та отримання ринкової інформації, змогу клієнтам самостійно виконувати угоди шляхом прямого доступу за допомогою системи введення наказів тощо.

У сучасній практиці біржової торгівлі електронні торгові системи функціонують у двох режимах – відкритому та закритому. Відкрита торгова система надає можливість клієнту безпосередно самому здійснювати всі операції з цінними паперами через Інтернет. Щодо закритої системи, то клієнти під час подання заявки-наказу користуються послугами свого брокера, який має доступ до торгової системи. У вітчизняній практиці Рішенням

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

Електронна торговельна система повинна забезпечувати:

1) приймання, обробку та передачу від учасників біржових торгів заявок на купівлю-продаж допущених до торгівлі цінних паперів та інших фінансових інструментів, фіксацію укладених біржових контрактів (договорів);

2) підготовку інформації, необхідної для виконання біржових контрактів (договорів);

3) захист інформації (у тому числі на електронних носіях), що стосується укладання біржових контрактів (договорів), від втрати або несанкціонованого доступу;

4) обмін інформацією в електронній торговельній системі фондової біржі шляхом створення, відправлення, передавання, одержання, зберігання, оброблення, використання та знищення документів в електронному вигляді;

5) формування та підтримку баз даних про хід та результати біржових торгів з фіксацією часу подання учасниками біржових торгів заявок та укладання біржових контрактів (договорів);

6) можливість укладення біржових контрактів (договорів) у вигляді документа на папері або електронного документа з можливістю відтворення документа у паперовому вигляді, оригінали яких зберігаються на фондовій біржі.

Лідерами у сфері використання електронних технологій торгівлі цінними паперами є провідні біржі України – ПАТ «Перша фондова торговельна система» (ПФТС) та ПАТ «Українська біржа».

Таким чином, автоматизація біржової діяльності, спрощення доступу всіх бажаючих до здійснення торгівлі через сучасну комп'ютерну систему та мережу Інтернет відкриває нові можливості у напрямі створення єдиного ринкового середовища.

9.5. Індекси міжнародних і національних ринків цінних паперів

Найбільш вагомими та найчастіше використовуваними індикаторами стану та динаміки розвитку ринку цінних паперів є фондові індекси. Вони дозволяють оцінювати стан міжнародних і національних ринків у різні періоди, виявляти основні тенденції їх розвитку і на цій підставі будувати прогнози. Фактично значення фондового індексу концентрує в собі значний масив інформації про минулий, сучасний та майбутній вектори розвитку ринків цінних паперів.

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

До базових характеристик фондового індексу належать:

1) склад, тобто набір цінних паперів, що входять до «індексного кошику»;

2) базисне значення – значення на початок розрахунку індексу (початок базисного періоду), що береться за початок відліку;

3) статистична база;

4) види ваг до курсових вартостей акцій, що входять до складу індексу (за ринковою вартістю, капіталізацією компаній);

5) метод зведення до середнього – використання середніх арифметичних та середніх геометричних вибраних значень.

Значення фондових індексів на ринку цінних паперів та в економіці можна визначити через їх функції (рис. 9.12).

Діагностична (діагностично-аналітична) функція вказує на зв'язок фондових індексів із макроекономічними показниками. Індекси характеризують стан і динаміку розвитку однієї або кількох національних економік та окремих їх складових.

Індикативна функція. Індекси слугують індикативним інструментом для аналізу та оцінки змін на ринку цінних паперів, тому можуть бути точкою відліку за оцінювання управління

портфелем цінних паперів та вибору інвестиційної стратегії індивідуальними та інституційними інвесторами.



Рис. 9.12. Функції фондових індексів

Індикативна функція тісно взаємопов'язана з прогностичною, оскільки надання об'єктивної оцінки цінової ситуації на ринку дозволяє спрогнозувати траєкторію руху як ринку в цілому, так і поводження його учасників. Часто ця функція не виокремлюється і описується в межах індикативної.

Спекулятивна (функція об'єкта торгівлі) – фондові індекси використовуються як базовий актив у строкових контрактах.

Ефективний аналіз кон'юнктури ринку цінних паперів передбачає використання розгорнутої класифікації індексів за різними ознаками (рис. 9.13).

На світових ринках цінних паперів поряд із індексами акцій існують індекси, що розраховуються за курсами облігацій. Цей різновид індексів менш поширений, оскільки існує тісна кореляція між зміною відсоткових ставок на грошово-кредитному ринку і цін на облігації. Індекси облігацій, що розраховуються для аналізу національних ринків, підтримуються, як правило, найбільшими інвестиційними банками, зокрема *Goldman Sachs, JP Morgan, Salomon Brothers, Morgan Stanley*, або найбільшими аналітичними агентствами *Dow Jones & Company* або біржами *Deutche Borse AG* тощо.

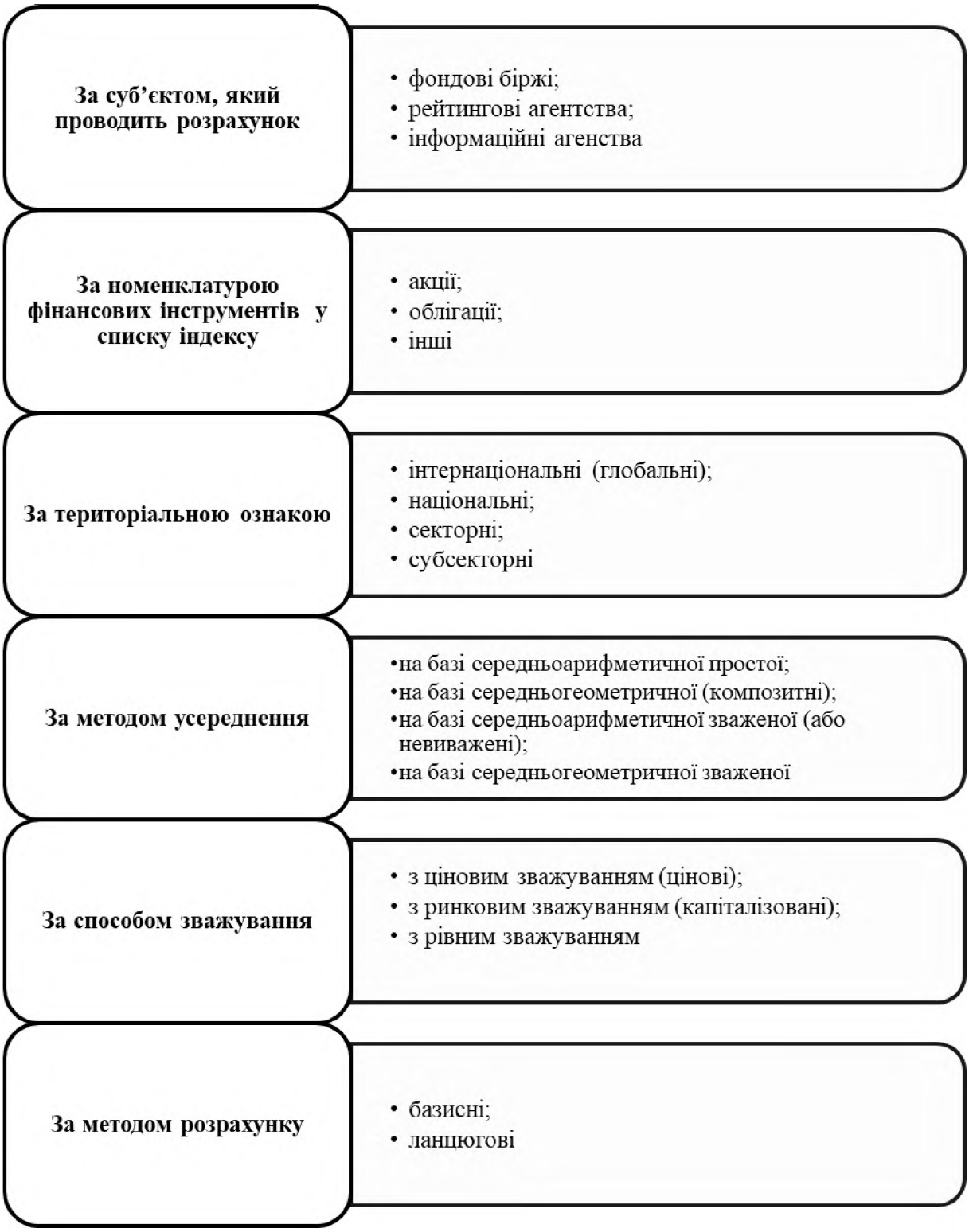


Рис. 9.13. Класифікація фондових індексів

Важливе значення має поділ фондових індексів за територіальною ознакою на інтернаціональні (глобальні), національні, секторні та субсекторні. Розгортання світових глобалізаційних процесів дедалі більше розширює кордони переміщення капіталу та зумовлює потребу в складанні індексів, які б відображали стан

ринку цінних паперів у глобальному вимірі. ***Інтернаціональні індекси*** характеризують стан світового ринку цінних паперів або його певні географічні сектори (Європу, Північну Америку, Далекий Схід тощо). До ***глобальних індексів*** відносять *MSCI World та MSCI EAFE Index*, що відбивають кон'юнктуру всього світового ринку акцій та окремих його складових – Північної Америки, Європи, Далекого Сходу. *BBC Global* 30 об'єднує три центри світової економіки – Європу, Азію та Північну Америку. Цей індекс розраховується за акціями 30 країн 10 галузей промисловості. *Standard & Poor's Global* 1200 – індекс, що охоплює 29 країн за 10 секторами економіки, а капіталізація акцій у його вибірці становить близько 70 % світової ринкової капіталізації. Компанії у розрахунковій базі індексу мають активи більше 1 трлн дол.

Індекси, які є індикаторами стану ринку цінних паперів у межах конкретної країни, належать до категорії ***національних фондових індексів***. До них можна віднести *Standard & Poor's* 500, *Nikkei*-225, *Dow Jones, FT-Actuaries All Share Index, Composite DAX, SBF*-250 та інші.

Секторні індекси відображають стан певного внутрішнього ринку, наприклад ринку акцій, що котируються на певній біржі. ***Субсекторні (галузеві)*** – стан і динаміку курсів цінних паперів компаній певної галузі економіки. Зокрема, індекс *Dow Jones* складається з трьох індексів курсів акцій: 30 найбільших промислових корпорацій, 20 залізничних і 15 комунальних компаній.

Для здійснення розрахунків фондових індексів застосовуються такі способи усереднення: середньоарифметичної простої; середньогеометричної простої; середньоарифметичної зваженої; середньогеометричної зваженої.

Розрахунки за методом середньоарифметичної простої відбуваються так: ціни всіх цінних паперів, що входять до індексу на момент закриття торгів, додаються, а сума ділиться на кількість цінних паперів-складових. Кожен цінний папір має однакову вагу незалежно від розміру компанії. Перевагою методу є простота здійснення розрахунків, а до недоліків можна віднести те, що в ньому не враховується вага кожного цінного папера. Нині за цим методом розраховуються індекси *Dow Jones*.

Метод середньогеометричної простої здійснюється множенням цін цінного папера один на одного. З цього результату потім витягується корінь *n*-го ступеня, де *n* – кількість цінних паперів в індексі. При цьому також не береться до уваги різниця в обсягах торгівлі цінними паперами різних компаній.

Формула розрахунку індексу за *методом середньоарифметичної зваженої* і за *методом середньогеометричної зваженої* містить додатковий елемент. Найчастіше за вагу беруть показники ринкової капіталізації компанії. Тобто зміна ціни компанії множиться на її розмір (капіталізацію). Таке зважування веде до того, що великі компанії впливають на індекс суттєвіше за дрібні.

За способом зважування, який покладено в основу розрахунку фондового індексу, вирізняють капіталізовані індекси, цінові та ті, що ґрунтуються на принципі рівномірного розподілу коштів за видами цінних паперів.

Капіталізовані індекси вимірюють загальну капіталізацію компаній, цінні папери яких використовуються для розрахунку індексу. Обчислення значення індексу нормується на деяку базову дату. Прикладом капіталізованих індексів є індекс *Standard & Poor's (S&P 500)*. Більшість індексів на західних ринках цінних паперів є капіталізованими.

Цінові індекси базуються на цінах цінних паперів та обраховуються як середнє арифметичне вартості акцій компаній, що входять до базового списку індексу. Прикладом такого типу індексів є індекси *Dow Jones*, індекс Токійської фондової біржі *Nikkei-225*, індекс Американської фондової біржі *AMEX* тощо.

За методом розрахунку передбачається поділ індексів на базисні та ланцюгові. ***Базисні індекси*** – індекси, для розрахунку яких порівняння цін відбувається до певного початкового незмінного моменту (базового). Для розрахунку ***ланцюгових фондових індексів*** використовується змінний базовий період, тобто порівнюється поточний момент із попереднім. Найчастіше застовується базисний підхід.

Усі індекси, крім цінових, мають базове значення індексу, тобто вони формуються таким чином, щоб на момент історичного початку розрахунку індексу (базова дата) його значення

прирівнювалося до будь-якого зручного числа (базового значення): 10, 100, 1 000 тощо.

На міжнародних ринках цінних паперів на сучасному етапі розраховується велика кількість фондових індексів, основні з них наведено у табл. 9.7.

Історично перші фондові індекси почали розраховуватися в США. Вивчаючи ціни закриття торгів акціями на американських біржах, *Чарльз Генрі Доу* дійшов висновку, що коливання цін найвідоміших компаній відповідають коливанням цін на акції всіх інших компаній та ринку цінних паперів у цілому. Звідси і виникла ідея про можливість створення так званого «барометра», який дозволяв би інвесторам кількісно характеризувати стан ринку. Вперше на практиці ця закономірність була використана у 1884 р. для розрахунку індексу *Dow Jones*, що показував середній показник зміни курсової вартості акцій одинадцяти найбільших того часу компаній. Він отримав іншу назву «Залізничний індекс», оскільки 9 із 11 акцій були випущені залізничними компаніями. Цей варіант індексу не публікувався і слугував для внутрішнього аналізу. Натомість, вперше індекс був опублікований у 1896 р. вже як «промисловий» (є даниною історії – наразі багато компаній, що є складовими індексу, не належать до даного сектору). У той час індекс знаходили як середнє арифметичне цін акцій 12 американських промислових компаній, з яких у сьогоднішній версії індексу залишається лише *General Electric*. У 1916 р. кількість компаній було збільшено до 20, а з жовтня 1928 р. – до 30. Під час ротації зазвичай в індексі замінюються одна-дві компанії за один раз. Проте під час Великої депресії у липні 1930 р. в індексі було замінено відразу сім компаній, а в травні 1932 р. – вісім. Згодом на зміну цьому індексу прийшла система індексів *Dow Jones*.

Найвідоміший індекс – ***промисловий (Dow-Jones Industrial Average, DJIA)*** – розраховується як середньоарифметичний курс першокласних акцій 30 найбільших промислових компаній. ***Транспортний індекс (Dow-Jones Industrial Average, DJTA)*** – це середній показник, що характеризує рух цін на акції 20 транспортних корпорацій (авіакомпаній, автомобільних і залізничних компаній). ***Комунальний індекс (Dow-Jones Industrial Average,***

DJUA) – середній показник руху курсів акцій 15 корпорацій, що займаються газо- та енергопостачанням. Більш повно індекс поданий як середньоарифметична величина курсів акцій усіх 65 корпорацій на кінець торгового дня Нью-Йоркської фондової біржі. Аналогічна середня величина визначається і для 6 груп облігацій. Це так званий ***інтегральний індекс Доу-Джонса (Dow Jones Composite Average)*** – агрегатний показник, що розраховується на основі промислового, транспортного і комунального індексів, або «Індекс-65».

Таблиця 9.7

Провідні фондові індекси світу

Назва індексу	Країна походження	Вид за способом розрахунку	Кількість компаній	Примітка
Dow Jones Ind. Avg.	США	За ціною	30	«Блакитні фішки» бірж США. Акції всіх галузей, за винятком транспортної та комунальних послуг
S&P 500	США	Вільна капіталізація	500	500 найбільших компаній *NYSE* і *NASDAQ*, що покриває за капіталізацією 75 % усього ринку США
NASDAQ	США	Вільна капіталізація	2 512	Усі компанії, що торгують на *NASDAQ*
S&P/TSX	Канада	Вільна капіталізація	244	Компанії високої капіталізації, що торгують на Фондовій біржі Торонто
Mex IPC	Мексика	Вільна капіталізація	35	Компанії високої капіталізації, що торгують на Мексиканській фондовій біржі
BOVESPA	Бразилія	Вільна капіталізація	71	Компанії високої капіталізації, що торгують на Фондовій біржі Сан-Паулу
Euro Stoxx 50	Європа	Вільна капіталізація	50	Європейські «блакитні фішки». 12 країн Єврозони
Euro Stoxx 600	Європа	Вільна капіталізація	600	Компанії високої, середньої і низької капіталізації. 18 країн Єврозони
FTSE 100	Великобританія	Вільна капіталізація	100	«Блакитні фішки» Лондонської фондової біржі
CAC 40	Франція	Вільна капіталізація	40	«Блакитні фішки» *Euronext Paris*
DAX	Німеччина	Вільна капіталізація	30	«Блакитні фішки» Франкфуртської фондової біржі

Продовження таблиці 9.7

IBEX 35	Іспанія	Вільна капіталізація	35	«Блакитні фішки» Мадридської фондової біржі
FTSE MIB	Італія	Вільна капіталізація	40	«Блакитні фішки» Італійської фондової біржі
AEX	Нідерланди	Вільна капіталізація	25	«Блакитні фішки» *Euronext Amsterdam*
ATX	Австрія	Вільна капіталізація	20	«Блакитні фішки» Віденської фондової біржі
OMX STKH30	Швеція	Вільна капіталізація	30	«Блакитні фішки» Стокгольмської фондової біржі
SMI	Швейцарія	Вільна капіталізація	20	«Блакитні фішки» Швейцарської біржі
Індекс ММВБ	Росія	Вільна капіталізація	50	«Блакитні фішки» ММВБ. Розрахунок у рублях
RTSI	Росія	Вільна капіталізація	50	«Блакитні фішки» ММВБ. Розрахунок у доларах
9.7Nikkei 225	Японія	За ціною	225	Найбільші 225 компаній Токійської фондової біржі
TOPIX	Японія	Вільна капіталізація	1 797	Всі компанії, що торгують на першій секції Токійської фондової біржі
Hang Seng	Гонконг	Вільна капіталізація	50	«Блакитні фішки» Гонконгської фондової біржі
S&P/ASX 200	Австралія	Вільна капіталізація	200	Компанії високої капіталізації, що торгують на Австралійській фондовій біржі

Індекси *Dow Jones* розраховуються так:

$$DJ = \frac{\sum_{i=1}^{n} A_i}{\kappa}, \qquad (9.1)$$

де κ – корегувальний коефіцієнт, що змінюється зі зміною переліку корпорацій або за дроблення акцій. Корегувальний коефіцієнт залишається незмінним доти, доки акції не піддаються дробленню або одні акції не замінюються іншими. Залежно від виду індексу n = 15; 20; 30 або 65.

Поряд із індексами Dow Jones на ринку цінних паперів також існує група індексів, які публікуються рейтинговим агенством *Standard & Poor's*. У ***промисловий індекс S & P*** включаються курси акцій 400 промислових компаній; транспортний – 20 транспортних компаній; індекс для електроенергетики і комунального господарства складається з курсів акцій 40 відповідних

компаній; фінансовий індекс містить курси 40 акцій фінансових інститутів, а у зведеному індексі представлено курси всіх 500 компаній (***S & P 500***). У його кошик включено акції компаній США, що мають найбільшу капіталізацію та торгуються на *NYSE* та *NASDAQ*. Базове значення було розраховано ще для періоду 1941–1943 рр. і дорівнює 10. Для розрахунку індексу використовується формула:

$$\text{Індекс S\&P} = \frac{\sum_{i=1}^{n} P_i \times Q_i}{\sum_{i=1}^{n} Q_i}, \qquad (9.2)$$

де P_i – ціна акції і-корпорації; Q_i – кількість акцій корпорації; n – кількість корпорацій.

Найвідоміший індекс Нью-Йоркської фондової біржі *NYSE Composite Index* розраховується за всіма акціями, що обертаються на цій біржі (понад 2 000). Базовий показник було прийнято 1965 р. на рівні 50.

На відміну від США, в інших країнах розраховується менше фондових індексів. Часто це один-два фондових індекси: у Німеччині – *FAZ* і *DAX*; Великобританії – Reuters; Франції – *CAC-40* і *CAC-240*; Японії – *Nikkei 225*. У Європі розраховується *FTSE 100 Index* (англ. *Financial Times Stock Exchange Index*) – фондовий індекс, що розраховується агентством *Financial Times* та вважається одним з найвпливовіших індикаторів європейського ринку.

Індекси стану українського ринку цінних паперів (табл. 9.8), порівняно з індексами, що характеризують міжнародні ринки, стали виникати значно пізніше. Зокрема, з 1997 р. почали розраховуватися індекси *ProU-50*, галузеві індекси *KAC-20(s)* і *KAC-20(w), Business Partners, INDEX-SGU,* Індекс *Wood-15, ПФТС*-індекс. Індекси *ProU-50, Wood-15, KAC-20(w)* досить сильно корелюють між собою, тобто на основі інформації про зміну одного з трьох можна робити передбачення щодо зміни двох інших. 2009 р. до цих індексів додався індекс *UX*. 2011 р. вперше було запущено єдиний індекс за межами України (Варшавська фондова біржа), портфель якого складається з акцій українських

компаній – *WIG-Ukraine*. З 2013 р. почали розраховувати індекс ІННЕКС (*i-INNEX*), індекс УМФБ (*UISE Index*), індекс корпоративних облігацій УФБ (*UKRSE CBI*), індекс СЄФБ (*SEFB Index*), індекс КМФБ (*KISE Index*) та інші. З останніх п'яти індексів станом на 2018 р. розраховують лише один – ІННЕКС (*i-INNEX*), оскільки решта розраховувалися фондовими біржами, які припинили своє функціонування.

Таблиця 9.8

Характеристика основних українських фондових індексів

Індекси	Початок розрахунку	Компанія / фондова біржа, що розраховує	Кількість цінних паперів у базі	Методика розрахунку	Періодичність розрахунку
ProU-50	Січень 1997 р.	*Prospect Investments*	50	Середньо-арифметичний зважений	До серпня щотижня, потім щодня
KAC-20(s)	Січень 1997 р.	Альфа-капітал	20	Середньо-арифметичний	Щодня
Wood-15	Липень 1997 р.	*Wood & Company Ukraine*	15	Середньо-арифметичний зважений	Щотижня
Business Partners	Серпень 1997 р.	*Business Partners*	4–8	Середньо-арифметичний зважений	Щотижня
INDEX-SGU	Серпень 1997 р.	*Societé Generale Ukraine*	Близько 15	Середньо-арифметичний зважений	Щотижня
KAC-20(w)	Червень 1997 р.	Альфа-капітал	20	Середньо-арифметичний зважений	Щодня
КАС-галузеві індекси	Серпень 1997 р.	Альфа-капітал	3–10	Середньо-арифметичний зважений	Щодня
ПФТС-індекс	Жовтень 1997р.	ПАТ «Фондова біржа «ПФТС»	7–20	Середньо-арифметичний зважений	Щодня
Індекс *UX (UX Index)*	Березень 2009 р.	ПАТ «Українська біржа»	5–10	Середньо-арифметичний зважений	Упродовж торгової сесії кожні 15 секунд
WIG-Ukraine	Травень 2011 р.	Варшавська фондова біржа	9–11	Середньо-арифметичний зважений	Щодня
ІННЕКС *(i-INNEX)*	Липень 2013 р.	ПрАТ «ФБ «ІННЕКС»	5	Середньо-арифметичний зважений	Наприкінці кожного торговельного дня

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

Індекс ПФТС почав розраховуватися з 1 жовтня 1997 р. Він був визнаний Міжнародною фінансовою корпорацією як ключовий показник стану вітчизняного ринку цінних паперів. Щоденний розрахунок цього індексу здійснюється на базі середньозваженої ціни простих акцій. Індексний кошик ПФТС до 2016 р. включав акції 20 найбільших компаній, згодом коливався від 7 до 14 акцій. 2018 р. до індексного кошика входили акції семи компаній. Упродовж 2004–2009 рр. ПФТС спільно з *IA Cbonds* розраховувала індекси корпоративних облігацій «ПФТС-*Cbonds*» і «ПФТС-*Cbonds/TR*». Індекс «ПФТС-*Cbonds*» – індекс для аналітиків і портфельних інвесторів, що характеризує зміну цін корпоративних облігацій з терміном до погашення до одного року (без урахування накопиченого купонного доходу). У свою чергу, індекс «ПФТС-*Cbonds/TR*» – індекс для стратегічного інвестора, що характеризує умовну вартість індексного портфеля із корпоративних облігацій з терміном погашення до одного року.

Індекс Української біржі UX почав розраховуватися з 26 березня 2009 р. на основі обсягу торгів. Кількість акцій, що входила до індексного кошика, відрізнялася в різні періоди та коливалася від 5 до 10. 2018 р. індекс *UX* розраховувався на основі цін акцій шести найбільших українських компаній.

Контрольні запитання

1. Розкрийте сутність первинного ринку цінних паперів.
2. Які функції у структурі ринку цінних паперів виконує первинний ринок?
3. Що являють собою такі поняття, як «емісія», «випуск цінних паперів» і «розміщення цінних паперів»? Як вони між собою співвідносяться?
4. Розкрийте основні функції первинного ринку цінних паперів.
5. У чому полягає сутність публічного розміщення цінних паперів?

6. Охарактеризуйте етапи проведення публічного розміщення цінних паперів.

7. Порівняйте переваги розміщення цінних паперів та отримання банківських кредитів.

8. Як організовується приватне розміщення цінних паперів?

9. Які етапи включає процес приватного розміщення цінних паперів?

10. Що являють собою організатори торгівлі?

11. Розкрийте сутність торгових систем на ринку цінних паперів.

12. Охарактеризуйте функції, які виконують організатори торгівлі та торгові системи.

13. Яких правил повинні дотримуватися члени фондової біржі?

14. Опишіть операційний механізм фондових бірж в Україні.

15. Що таке біржове замовлення та які накази може дати клієнт брокеру?

16. За якими ознаками можна класифікувати фондові індекси?

17. Як розраховуються фондові індекси за методами середньоарифметичного і середньогеометричного зваженого?

18. Дайте загальну характеристику фондовим індексам світу.

19. Скільки фондових індексів та які включає в себе система індексів Доу-Джонса?

20. Охарактеризуйте основні фондові індекси України.

Тести

1. Цінові фондові індекси базуються на:

а) середніх цінах на акції на ринку;

б) капіталізації компаній, цінні папери яких використовуються для розрахунку індексу;

в) середніх цінах на ринку на похідні фінансові інструменти;

г) цінах на цінні папери, що входять до індексного кошика.

2. Спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їхнє відчуження шляхом безпосередньої письмової пропозиції заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100, – це:

а) публічне розміщення;

б) приватне розміщення;

в) делістинг;

г) емісія.

3. Сукупність дій емітента, що провадяться в установленій законодавством послідовності і спрямовані на розміщення емісійних цінних паперів серед їхніх перших власників, – це:

а) емісія;

б) випуск цінних паперів;

в) розміщення цінних паперів;

г) лістинг.

4. Промисловий індекс Доу-Джонса (Dow-Jones Industrial Average – DJIA) розраховується як:

а) середньоарифметичне зважене курсів акцій 30 найбільших промислових компаній;

б) середньогеометричне курсів акцій 15 найбільших промислових компаній;

в) середньоарифметичне курсів акцій 30 найбільших промислових компаній;

г) середньоарифметичне курсів акцій 20 найбільших промислових компаній.

5. Документ, що містить основну інформацію про особливості розміщення певних видів цінних паперів, – це:

а) інвестиційний сертифікат;

б) лістинг;

в) сертифікат ФОН;

г) проспект емісії.

6. Індекс ПФТС на українському ринку цінних паперів почав розраховуватися з:

а) жовтня 1997 року;

б) жовтня 2012 року;

в) жовтня 2000 року;

г) жовтня 1992 року.

7. Сукупність процедур із включення цінних паперів до реєстру фондової біржі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам та вимогам, установлених правилами фондової біржі, – це:

а) котирування;

б) лістинг;

в) індосамент;

г) емісія.

8. Відчуження цінних паперів у визначений проспектом емісії цінних паперів спосіб – це:

а) котирування;

б) випуск цінних паперів;

в) емісія цінних паперів;

г) розміщення цінних паперів.

9. Організаційно оформлений постійно діючий ринок, де здійснюється торгівля цінними паперами, – це:

а) ринок цінних паперів;

б) фондова біржа;

в) грошовий ринок;

г) валютний ринок.

10. Який із перерахованих нижче індексів не входить до системи індексів Доу-Джонса:

а) промисловий;

б) транспортний;

в) аграрний;

г) комунальний.

Список рекомендованих джерел

1. Азізова К. М. Андерайтинг: сутність, форми та особливості впровадження в банківський сектор України / К. М. Азізова, О. М. Рац, Л. О. Чабанова // Комунальне господарство міст. – 2014. – Випуск 117. – С. 151–154.

2. Безвух С. В. Фондові біржові індекси в Україні та світі: сутність, методи розрахунку, тенденції і проблеми формування / С. В. Безвух // Глобальні та національні проблеми економіки ; Миколаїв. нац. ун-т ім. В. О. Сухомлинського. – Миколаїв, 2015. – Вип. № 8. – С. 623–629.

3. Герасименко О. М. Індекс як кількісний вимірник стану фондового ринку / О. М. Герасименко // Фінанси України. – 2013. – № 5. – С. 44–53.

4. Жихор О. Б. Функціональні та класифікаційні аспекти фондових індексів / О. Б. Жихор, І. І. Нескородєва // Економіка промисловості. – 2013. – № 4. – С. 5–14.

5. Інвестиційний аналіз : підруч. / А. А. Пересада, Т. В. Майорова та ін.; кер. авт. кол. і наук. ред. А. А. Пересада. – 2-ге вид., перероб. та доп. – К. : КНЕУ, 2008. – 544 с.

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

7. Коваленко Ю. М. Функціонування фондового ринку України в сучасних умовах / Ю. М. Коваленко, А. М. Воробей // Збірник наукових праць НУДПСУ. – 2015. – № 1. – С. 122–133.

8. Косова Т. Д. Фондова електронна торгівля цінними паперами: вплив на розвиток фінансового ринку України / Т. Д. Косова, О. В. Ярошевська // Економіка та держава. – 2017. – № 2. – С. 7–10.

9. Михайленко М. Н. Финансовые рынки и институты : учеб. / М. Н. Михайленко. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Юрайт, 2018. – 336 с.

10. Офіційний сайт ПАТ «ПФТС» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://pfts.com.

11. Офіційний сайт ПАТ «Українська біржа» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ux.ua.

12. Пепа Т. В. Біржова діяльність : навч. посіб. / Т. В. Пепа, Т. І. Пішеніна, В. В. Лавринович. – К. : Ліра-К, 2016. – 540 с.

13. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж [Електронний ресурс] : Рішення НКЦПФР : від 22.11.2012 № 1688. – Режим доступу : http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12.

14. Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андерайтингу, управління цінними паперами [Електронний ресурс] : Рішення ДКЦПФР : від 12.12.2006 № 1449. – Режим доступу : http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0052-07.

15. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] : Закон України : від 23.02.2006 № 3480-IV. – Режим доступу : http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/3480-15.

16. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / [Миркин Я., Лосев С., Рубцов Б., Добашина И., Воробьева З.]. – М. : Альпина Паблишер, 2014. – 385 с.

17. Рязанова Н. С. Фінансовий ринок як економічна категорія: її характерні риси, суспільне призначення та функції у сучасному інформаційному суспільстві / Н. С. Рязанова // Проблеми економіки. – 2015. – № 1. – С. 299–312.

18. Солодкий М. О. Розвиток світової електронної біржової торгівлі / М. О. Солодкий // Економіка та держава. – 2014. – № 10. – С. 33–34.

19. Сохацька О. М. Біржова справа : підруч. / О. М. Сохацька. – 2-ге вид., змін. й доп. – Тернопіль : Карт-бланш, К. : Кондор, 2008. – 632 с.

20. Федоренко В. Г. Політична економія : підруч. / В. Г. Федоренко. – 2-ге вид. – К. : Алерта, 2015. – 487 с.

21. Фондовий ринок : підруч. : у 2 кн. – Кн. 1 / за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т імені Тараса Шевченка. – К. : Знання, 2015. – 621 с.

22. Ясенецький В. С. Особливості функціонування бірж як складової ринкової інфраструктури / В. С. Ясенецький // Бізнес-Інформ. – 2014. – № 1. – С. 333–337.

23. BBC Global 30, calculated by FTSE [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/market_data/global_30/default.stm.

24. Chincarini L. The Effects of Laddering and Spinning in Underwriter Manipulation of IPOs / L. Chincarini, A. Etzkowitz, J. Kadish // Michigan Journal of Business. – 2014. – № 5. – P. 43–60.

25. Fyshchuk I. The Features of IPO Operations by Ukrainian Companies on International Stock Markets / I. Fyshchuk // European researcher. – 2016. – № 2 (17). – P. 136–140.

26. Kovalenko Yu. Theoretical foundations initial public offering of securities (IPO) / Yu. Kovalenko // Вісник Кам'янець-Подільського національного університету імені Івана Огієнка. Економічні науки. – 2013. – № 8. – С. 219–221.

27. S&P Global 1200. Methodology [Електронний ресурс]. – May 2018. – Режим доступу : http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobS erver?blobheadername3.

28. Dow Jones Industrial Average [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://www.spindices.com/indices/equity/dow-jones-industrial-average.

РОЗДІЛ 10
ГРОШОВИЙ РИНОК

10.1. Сутність та особливості функціонування грошового ринку.

10.2. Структура грошового ринку та його інструменти.

10.3. Ринок золота та дорогоцінних металів.

10.4. Специфіка операцій на міжбанківському ринку.

10.1. Сутність та особливості функціонування грошового ринку

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

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

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

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

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

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

– короткострокових кредитів;

– вкладень у короткострокові боргові цінні папери.

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

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

– *пасивних операцій*, які пов'язані з формуванням ресурсної бази банку, необхідної йому для забезпечення операційної діяльності та ліквідності;

– *активних операцій*, які пов'язані з розміщенням банками другого рівня власних і залучених коштів з метою одержання прибутку та забезпечення ліквідності активів (операції з надання кредитів; інвестування в цінні папери; формування резервів; інвестування в інші активи);

– *фінансових послуг на банківському ринку*.

Центральні банки, на відміну від інших банків, не стикаються з проблемою ліквідності, оскільки наділені емісійною функцією, що пов'язана з підтриманням ліквідності (дотримання встановлених законодавством нормативів), стабільності курсу національної валюти через механізм валютних інтервенцій та із забезпеченням стабільності внутрішнього грошового обігу.

Державні казначейства також постійно стикаються з проблемою ліквідності, тому що поточні надходження до бюджету не збігаються з поточними витратами у часі (касові розриви). Тому для врегулювання дефіциту бюджету випускаються короткострокові державні боргові цінні папери.

Структура суб'єктів грошових ринків залежить від специфіки національної системи державного регулювання, але перелік основних учасників та їхні функції збігаються. У табл. 10.1 подано перелік покупців (позичальників) та продавців (кредиторів) на грошових ринках Великобританії та США.

Таблиця 10.1

Основні учасники національних грошових ринків

Країна	Покупці (позичальники)	Продавці (кредитори)
Великобританія	Лондонські облікові будинки, брокери, казначейство, Банк Англії	Комерційні банки, інші фінансові організації та компанії
США	Найбільші позичальники: держава, яка здійснює операції через казначейство, федеральну резервну систему та дилерів, а також найбільші корпорації із бездоганною репутацією	Комерційні банки, а також нефінансові корпорації із тимчасовими надлишками грошових ресурсів

Залежно від структури державних органів, які здійснюють операції на національних фінансових ринках, держава може залучати ресурси на фінансових ринках через центральні банки, казначейства, дилерів міністерства фінансів, місцеві органи влади тощо. Важливими покупцями грошових коштів є великі корпорації зі стабільним фінансовим станом і відповідною репутацією. При цьому більшість основних учасників грошового ринку можуть бути як кредиторами, так і позичальниками.

Суттєве значення для ефективного функціонування грошового ринку має склад інститутів, які надають фінансові послуги його учасникам. За формою власності вони можуть бути державними, приватними чи зі змішаним (державним і приватним)

капіталом. Організаційну структуру учасників грошового ринку подано на рис. 10.1.

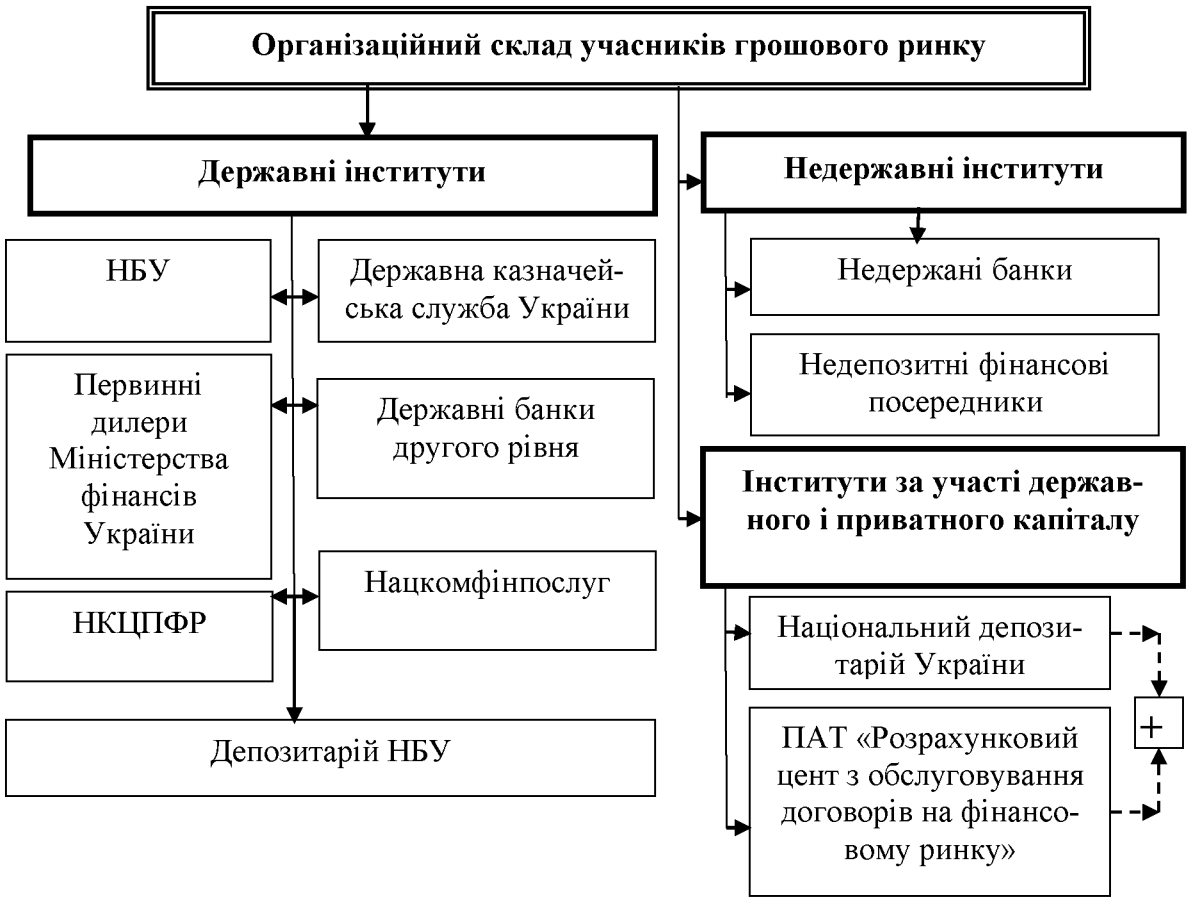


Рис. 10.1. Організаційна структура учасників грошового ринку України

В Україні інститути, які пропонують фінансові послуги споживачам, у своїй сукупності об'єднують державні, приватні фінансові установи та інститути, у статутному капіталі яких присутній як державний, так і приватний капітал. Сфера діяльності кожного з цих інститутів на грошовому ринку регулюється чинним законодавством і статутом. Особливу увагу потрібно приділити тому, що у складі учасників ринку представлено інститути, які надають споживачам фінансові послуги, пов'язані з переміщенням капіталу від економічних суб'єктів з профіцитом бюджету до економічних одиниць з дефіцитом бюджету, шляхом здійснення депозитно-кредитних операцій і надання послуг щодо здійснення інвестиційних операцій, а також допоміжні фінансові корпорації.

У цілому грошовий ринок охоплює економічні відносини, що виникають стосовно переміщення грошових потоків між його учасниками з приводу:

– акумулювання тимчасово вільних коштів економічних суб'єктів;

– надання, використання та повернення кредитів;

– здійснення безготівкових розрахунків для клієнтів та банків у грошовій одиниці України на території України;

– здійснення касових операцій для клієнтів;

– надання факторингових послуг тощо.

Ці відносини за певними напрямами переміщення грошових потоків можуть виникати між банками і суб'єктами господарювання; банками і фізичними особами; банками; банками і центральним банком; підрозділами (філіями, відділеннями) одного й того ж банку; банками та недепозитними фінансовими посередниками.

Потреби суб'єктів грошового ринку пов'язані з: 1) придбанням відповідного платіжного засобу для здійснення розрахунків; 2) забезпеченням розрахунків наявними платіжними засобами; 3) забезпеченням заощаджень у максимально ліквідній формі; 4) залученням короткострокових фінансових ресурсів цільового і нецільового характеру тощо.

Таким чином, функціонування грошового ринку дозволяє вирішувати проблеми як поповнення недостатності грошових коштів для забезпечення поточної платоспроможності економічних суб'єктів, так і ефективного використання тимчасово вільних коштів.

10.2. Структура грошового ринку та його інструменти

Структуризація грошового ринку дає можливість більш детально ознайомитися з механізмом його функціонування. Найбільш поширеною у вітчизняній науковій та навчально-методичній літературі є сегментація ринку за трьома критеріями (табл. 10.2):

1) організаційно-інституційними ознаками грошових потоків;

2) економічним призначенням грошових коштів, що купуються на ринку;

3) видами фінансових інструментів, що застосовуються для переміщення грошей від їхніх продавців до покупців.

Таблиця 10.2

Структура грошового ринку

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

Структуризація грошового ринку ***за інституційно-організаційними ознаками*** характеризує взаємозв'язки між суб'єктами грошового ринку, що реалізуються через потоки грошей та використання фінансових інструментів. У цій структурі грошового ринку суб'єктами є кредитори, позичальники та фінансові посередники.

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

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

НБУ як банк першого рівня на ринку банківських кредитів надає банкам другого рівня кредити у вигляді *рефінансування* з метою підтримки їхньої ліквідності у разі виникнення розривів у часі між виконанням вимог і зобов'язань та коли відсутня мож-

ливість підтримати ліквідність на міжбанківському ринку. Такі кредити забезпечують безперервність здійснення розрахунків в економіці та дають можливість здійснювати регулювання грошово-кредитного ринку через кредитний та відсотковий канали. Вони не можуть розглядатися як джерело ресурсної бази банків, не мають цільового призначення та надаються лише в межах визначених монетарних параметрів. Кредити рефінансування можна класифікувати за різними ознаками (рис. 10.2).

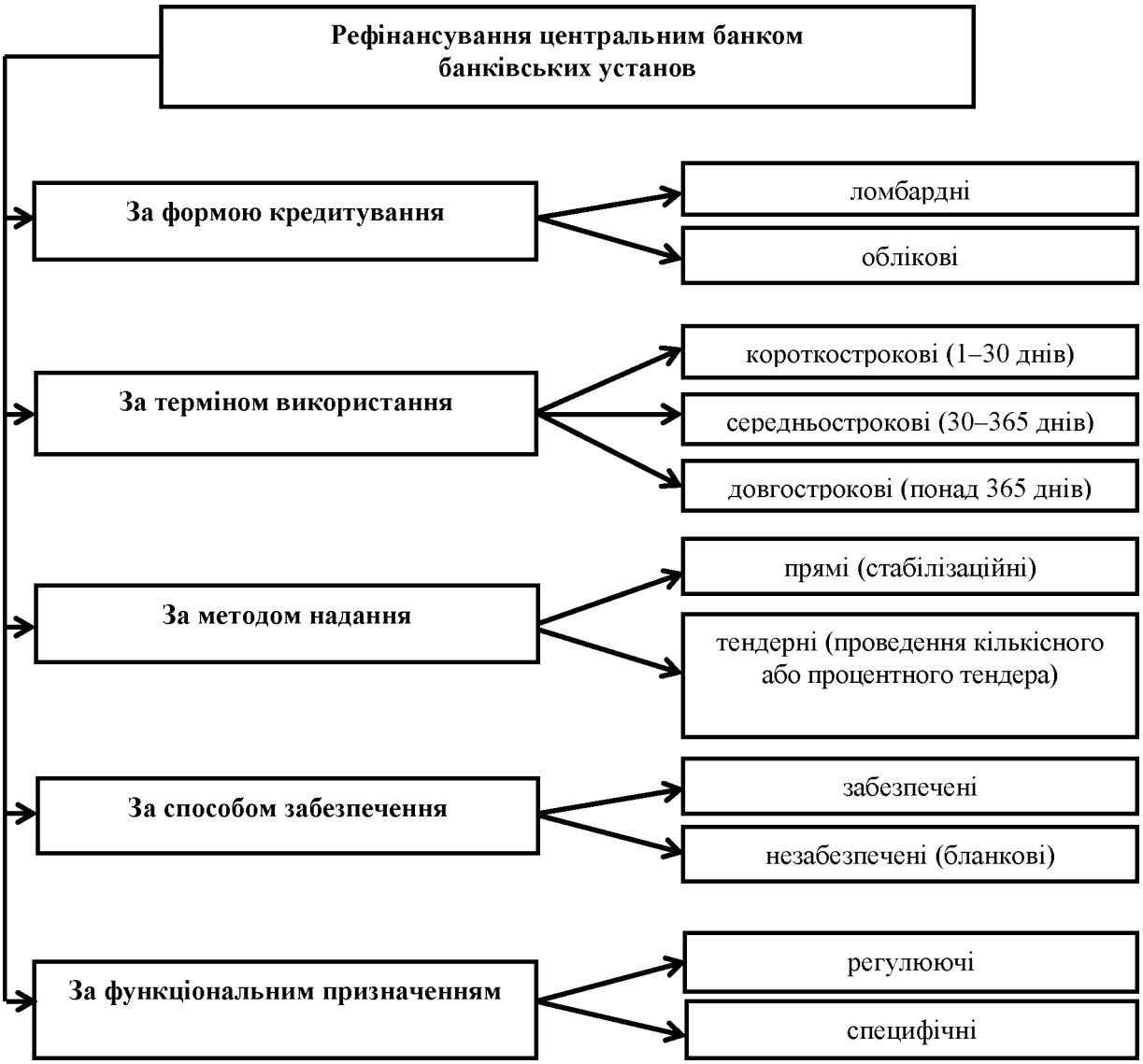


Рис. 10.2. Класифікація кредитів при рефінансуванні центральним банком банківських установ

За формою кредитування кредити рефінансування поділяються на ломбардні та облікові. *Ломбардне кредитування* – це рефінансування банків під заставу державних цінних паперів.

Обліковий кредит – це кредит, який здійснюється шляхом переобліку векселів, тобто на основі купівлі у банків векселів до закінчення терміну їхнього обігу.

За терміном використання виділяються коротко-, середньо- та довгострокові кредити рефінансування. Короткострокові надаються на досить короткий термін, що не перевищує 30 днів. До них можна віднести кредити, що надані через постійно діючу лінію рефінансування (кредити овернайт), шляхом розміщення депозитних сертифікатів овернайт та депозитних сертифікатів терміном до 30 днів, а також кредити рефінансування, що надані шляхом проведення тендера.

Середньострокові кредити надаються на строк від 1 місяця до 1 року. Сюди відносять кредити, що надаються шляхом розміщення депозитних сертифікатів на термін понад 30 днів, проведення операцій прямого репо, а також тендера.

Довгострокові кредити надаються на строк більше ніж 1 рік і є переважно стабілізаційними.

За методом надання кредити рефінансування можна поділити на прямі та тендерні. *Прямий,* або *стабілізаційний, кредит* – це довгостроковий кредит, що надається платоспроможному банку для підтримки ліквідності під програму фінансового оздоровлення банку. *Тендерні кредити*, або *тендери з підтримки ліквідності,* являють собою регулярні операції з надання кредитів банкам НБУ. Тендери можуть бути коротко- та середньостроковими.

За способом забезпечення кредити рефінансування можуть бути забезпеченими та незабезпеченими (бланковими). На сьогодні в Україні всі кредити рефінансування надаються банкам лише під надійне *забезпечення*.

Банки другого рівня надають кредити фірмам і домогосподарствам. Кредити, що надаються фірмам, можна класифікувати за такими ознаками: 1) за терміном надання; 2) залежно від цільового призначення; 3) за організаційно-правовими ознаками та умовами надання.

За *терміном надання* виділяють короткострокові (до одного року), середньострокові (до п'яти років) та довгострокові (понад п'ять років) кредити.

Залежно від виду цільового призначення можна виділити кредити: на формування виробничих запасів; у витрати виробництва; на створення запасів готової продукції; пов'язані з виникненням тимчасових розривів у платежах.

За *організаційно-правовими ознаками та умовами надання* банківські кредити бувають: забезпечені та незабезпечені; прямі та опосередковані; строкові та прострочені, пролонговані; реальні, сумнівні, безнадійні; платні та безоплатні.

Кредити, які надаються банками домогосподарствам, називаються *споживчими кредитами*. Вони можуть надаватися й іншими установами, зокрема ломбардами, кредитними спілками, іншими кредитними установами тощо. Домогосподарства можуть звертатися до банків і за *іпотечними кредитами*, які являють собою особливу форму кредиту, пов'язану з наданням позик під заставу нерухомого майна – землі, виробничих або житлових будівель тощо.

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

Структуризація грошового ринку за *економічним призначенням грошових коштів, що купуються на ринку*, передбачає розподіл ринку на два сегменти: 1) ринок грошей; 2) ринок капіталів.

На ***ринку грошей*** купуються грошові кошти на короткий термін (до одного року). Ці кошти використовуються в обороті позичальника (покупця) як гроші, тобто для приведення в рух уже накопиченого капіталу, завдяки чому вони швидко вивільняються з обороту і повертаються кредиторові. Класичними операціями ринку грошей є операції з міжбанківського кредитування, обліку комерційних векселів, операції на вторинному ринку з короткостроковими державними зобов'язаннями, короткострокові вклади фінансових корпорацій у банках та кредити банків цим установам.

Операції з міжбанківського кредитування – це операції, які здійснюють банки і які дають можливості поповнити їхні кредитні

ресурси. За надлишок ресурсів банк їх продає на грошовому ринку, а за нестачі – купує.

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

– операції з овердрафту за кореспондентськими рахунками;

– операції з короткострокового кредитування овернайт (одноденне кредитування).

Операції з обліку комерційних векселів передбачають передачу векселя банку за допомогою надпису (індосаменту). Банк обліковує вексель за певним відсотком або дисконтом, який і є прибутком банку, що утворюється як різниця між вартістю погашення векселя і вартістю, за якою він був урахований.

Операції на вторинному ринку з короткостроковими державними зобов'язаннями – це операції з купівлі-продажу державних цінних паперів, термін обігу яких не перевищує 1–12 місяців. Метою цих операцій є залучення грошових коштів або їхня пропозиція через купівлю облігацій.

Короткострокові вклади фінансових корпорацій у банківських установах – це операції, які здійснює банк для залучення тимчасово вільних коштів з метою трансформації їх у грошові потоки. Короткостроковими вважаються вклади від 1 до 12 місяців.

Також у проведенні операцій на ринку грошей можуть брати участь нефінансові корпорації, які мають тимчасово вільні кошти і бажають передати їх у тимчасове користування фінансовим корпораціям та отримувати від проведення цих операцій прибуток у вигляді процента.

Ринок грошей характерний тим, що він є надзвичайно чутливим до будь-яких змін в економіці та фінансах країни. Тому попит і пропозиція на цьому ринку є надто мінливими, а ціна грошей (процент) часто змінюється під їхнім впливом. Через це процент є найбільш реальним індикатором кон'юнктури грошового ринку взагалі і слугує базою формування процентної політики в країні.

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

Класичними операціями на ринку капіталів є операції з фондовими інструментами – акціями; середньо- та довгостроковими облігаціями, купленими для зберігання; довгостроковими депозитами (від 1 до 5 років і більше); позичками банків (кредити, видані на термін від 1 до 5 років і більше); операції інвестиційних та фінансових компаній.

В операціях на ринку капіталів можуть брати участь усі суб'єкти грошового ринку: кредитори, позичальники та фінансові посередники. Зокрема, банки емітують фінансові інструменти (акції, облігації) для збільшення власного капіталу, а також можуть купувати цінні папери інших установ і організацій для зберігання, вкладаючи інвестиції своїх клієнтів у такий спосіб.

Ринок капіталу, порівняно з ринком грошей, є чутливішим до загального стану економіки (причому як національної, так і світової). Він найпершим і найбільшою мірою реагує на події, що пов'язані з ефективністю господарювання, політичним життям, законодавчими нововведеннями, природно-кліматичними процесами, епідемічними спалахами, терористичними актами тощо. Його надзвичайна чутливість до всіх змін у житті суспільства і природі пов'язана з особливостями людської психіки: споживацькими устремліннями, жадобою швидкого збагачення, а також намаганням уберегти грошові заощадження від знецінення (інфляції).

Ринок капіталу також є найбільш ризикованим. Він здатний швидко не тільки збагатити людину, а й розорити її, позбавити, зокрема, житла, нажитих коштовних речей тощо. Він жорстко дисциплінує своїх суб'єктів, змушуючи їх бути особливо відповідальними, підприємливими. Характерною особливістю цього ринку є те, що попит і пропозиція на ньому є менш рухливими, рівень відсоткової ставки залишається більш стабільним, не так чутливо реагує на зміну кон'юнктури, як на ринку грошей.

Ринок капіталу, як свідчить міжнародний досвід, став могутнім фактором прискорення розвитку та модернізації економіки,

широкого впровадження інновацій. Свого часу видатний вчений *Дж. Гікс* зазначав, що «…в основу індустріальної революції XVIII ст. лежали нетехнологічні розробки. Усе було вже придумано раніше, проте замало використовувалося. Ліквідні фінансові ринки забезпечили реалізацію великих інвестиційних проектів, що потребували відволікання фінансових ресурсів і на тривалий строк. Промислова революція повинна була очікувати фінансової революції». За сучасними умовами цей ринок став основним у ринковій економіці, що дає підстави стверджувати про трансформацію суспільного виробництва (як традиційної назви економіки раніше) у грошову економіку.

Розглядаючи грошовий ринок з точки зору економічного призначення грошових коштів, що купуються на ринку, варто погодитися з думкою тих учених, які вважають, що розподіл цього ринку на ринок грошей і ринок капіталів має умовний характер. Адже позичання грошей на строк до одного року зовсім не гарантує того, що наявний в обороті позичальника капітал не збільшиться упродовж цього терміну. І навпаки, позичання на строк більше одного року не гарантує того, що ці гроші не будуть використані для здійснення короткострокових платежів і не вплинуть на кон'юнктуру ринку грошей. Проте навіть умовне розмежування цих ринків має важливе практичне значення для їхнього функціонування, оскільки дає можливість їхнім учасникам здійснювати свою діяльність більш ефективно та цілеспрямовано.

На грошовому ринку принципово змінюється статус грошей та цілі їхньої купівлі і продажу. Зокрема, продаж грошей власниками на ринку виступає у формі їхнього передавання контрагентам у тимчасове користування в обмін на такі інструменти, які надають їм можливість зберегти право власності на ці гроші, відновити право розпорядження ними та одержати певний дохід у вигляді відсотків. У свою чергу, купівля грошей на ринку є формою одержання покупцями у своє розпорядження певної суми грошей в обмін на ***фінансові інструменти***.

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

В організаційно-правовому аспекті зазначені ринки функціонують самостійно, але між ними існує тісний внутрішній зв'язок. Зокрема, грошові кошти можуть вільно переміщатися з одного ринку на інший, а суб'єкти будь-якого ринку здійснювати операції одночасно або поперемінно на кожному з них. При цьому кожний сегмент грошового ринку має перелік власних інструментів, які, у свою чергу, поділяються на *неборгові* і *боргові.*

До *неборгових* належать зобов'язання з надання продавцю грошей права участі в управлінні діяльністю покупця грошей та в його доходах, завдяки чому за продавцем грошей зберігається не тільки право власності на них, а й певною мірою право розпорядження ними. Такі зобов'язання мають форму акцій та деривативів.

Борговими зобов'язаннями вважаються такі, за якими покупець грошей зобов'язується повернути продавцеві одержану від нього у тимчасове використання суму і сплатити за нею процентний дохід. Операції з борговими зобов'язаннями здійснюються на ринку, який називається ***ринком боргових зобов'язань*** і охоплює всі відносини банків з їхніми клієнтами щодо формування і розміщення кредитних ресурсів, а також уряду та територіальних органів влади із суб'єктами щодо передачі коштів у тимчасове використання з обмеженням права власності і розпорядження цими коштами.

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

Депозитні зобов'язання – це зобов'язання, за якими продавці грошей передають їх у повне розпорядження покупцям за умови їхнього повернення (з визначенням чи без визначення його терміну) і сплати (або несплати) процентного доходу. Такими зобов'язаннями оформлюється залучення грошей банками від їхніх клієнтів та центральним банком від банків другого рівня. Вони мають форму угод на відкриття поточних та строкових рахунків, угод депозитних вкладів та депозитних сертифікатів, що випускаються центральним банком для регулювання ліквідності банків.

Позичкові зобов'язання – це зобов'язання, за якими продавці, передаючи гроші покупцям, вносять певні обмеження в права

останніх розпоряджатися цими грошима: визначають, на які цілі вони мають бути використані, вимагають особливих гарантій їхнього повернення, визначають ступінь окупності витрат чи проектів, що фінансуються за рахунок позичених коштів. Такі зобов'язання мають форму кредитних угод, казначейських зобов'язань, облігацій, бондів, векселів тощо.

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

Валютний ринок – це ринок, на якому гроші однієї країни використовують для купівлі валюти іншої країни. Сучасний валютний ринок – система стійких економічних і організаційних відносин між учасниками міжнародних розрахунків з приводу не тільки валютних операцій, а й зовнішньої торгівлі, надання послуг, здійснення інвестицій та інших видів діяльності, які вимагають обміну і використання різних іноземних валют. Більш детально валютний ринок розглядатиметься у розділі 11.

Незалежно від того, за яким критерієм здійснюється структуризація грошового ринку, між усіма його сегментами існує внутрішній взаємозв'язок, що підтверджує його внутрішню єдність. Разом із тим одні сегменти ринку більше тяжіють до ринку грошей (ринок банківських кредитів, ринок кредитних угод), а інші – до ринку капіталів (ринок цінних паперів). Такі ж сегменти, як валютний ринок та ринок послуг недепозитних фінансових корпорацій займають проміжне становище, маючи зв'язок як з ринком грошей, так і з ринком капіталів.

10.3. Ринок золота та дорогоцінних металів

Ринок золота – це спеціальний центр торгівлі, де здійснюється регулярна купівля-продаж золота за ринковими цінами з метою промислово-побутового споживання, приватної тезаврації[1], інвестицій, страхування ризику, спекуляції, придбання

---

[1] ***Тезаврація*** (грец. *thesauros* – скарб): 1) вилучення дорогоцінних металів, монет і банкнот з обігу з метою накопичення, а не отримання доходів в

необхідної валюти для міжнародних розрахунків. *За організаційною ознакою,* це – консорціум кількох банків, що уповноважені проводити операції з золотом, зокрема готівкові угоди (строк виконання через 48 годин після укладення), операції з акціями золотодобувних компаній, строкові (форвардні, ф'ючерсні, свопи) операції із золотом. На ринку форвардних операцій із золотом проводять хеджування, спекулятивні строкові угоди та арбітражні операції.

Ринок дорогоцінних металів (сукупність міжнародних і внутрішніх) – це розгалужена мережа глобальної цілодобової торгівлі фізичним металом і похідними інструментами, що значною мірою звільнена від державного регулювання. ***Дорогоцінні метали*** є специфічними ринковими товарами, що не мають прив'язаності до економіки окремої держави і не залежать від фінансової спроможності окремої корпорації (на відміну, наприклад, від цінних паперів). Вони також одержали назву *благородних металів* (або шляхетних металів). Сюди віднесено золото, срібло, платину, а також інші метали платинової групи (іридій, осмій, паладій, родій, рутеній). Вони не піддаються корозії та окисленню, що відрізняє їх від більшості інших металів. Свою назву ці метали отримали завдяки високій хімічній стійкості і привабливому зовнішньому вигляду в ювелірних виробах і монетах.

Банківськими металами називають дорогоцінні метали (золото, срібло, платина, метали платинової групи), які доведені до найвищих проб, відповідно до світових стандартів, у злитках і порошках, що мають сертифікат якості, а також вироблені з дорогоцінних металів монети. Деякі дорогоцінні метали традиційно зараховуються до валютних цінностей (зокрема, багато центральних банків формують з них золотовалютні резерви) і є об'єктом міжбанківських угод. Це золото, срібло, платина, паладій – на

очікуванні зростання їхньої вартості чи отримання прибутку в майбутньому; 2) накопичення дорогоцінних металів (у вигляді зливків, монет, ювелірних виробів) приватними власниками у вигляді скарбу чи страхових фондів. У сучасних умовах тезаврація обумовлена бажанням застрахувати капітал і заощадження від інфляційного знецінення; 3) створення золотого запасу держави.

них встановлюються банківські курси стосовно валюти тієї чи іншої країни. Тому в стандарті *ISO* 4217 їм привласнено окремі літерні та цифрові коди.

З функціональної точки зору ринок дорогоцінних металів є торгово-фінансовим центром, де зосереджені торгівля, інші комерційні та майнові операції з цими активами, що забезпечує:

1. Промислове споживання дорогоцінних металів.

2. Створення золотих запасів держави і банків.

3. Тезаврацію, тобто накопичення приватними особами золота як скарбів.

4. Отримання доходу від арбітражних угод.

5. Отримання кредиту під заставу дорогоцінних металів.

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

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

1) жорстко регульований державою ринок, де єдиним (основним) покупцем та продавцем дорогоцінного металу є центральний банк, а інші суб'єкти ринку продають чи купують метал у нього (Китай, Південно-Африканська Республіка);

2) торгівля дорогоцінними металами зосереджена на спеціалізованих біржах або у спеціалізованих секціях товарних бірж; правила здійснення операцій, доступ операторів (насамперед нерезидентів) регулюється центральним банком (Франція, Туреччина);

3) система вільної біржової торгівлі дорогоцінними металами (США, Люксембург, Гонконг);

4) система міжбанківської торгівлі дорогоцінними металами, що фактично монополізована кількома великими банками або їхніми об'єднаннями (Німеччина, Швейцарія, Великобританія);

5) система конкурентної міжбанківської торгівлі з фактичним домінуванням кількох банків – «маркет-мейкерів» (США, Японія, Голландія).

У деяких країнах співіснують різні форми організації торгівлі дорогоцінними металами (наприклад, біржова та міжбанківська),

але це стосується лише країн з досить ліберальним законодавством. Класифікацію ринків золота та дорогоцінних металів представлено у табл. 10.3.

Таблиця 10.3

Класифікація ринків золота та дорогоцінних металів

№ з/п	Класифікаційна ознака	Види
1.	Форма торгівлі	– гуртовий – просування металу від постачальників до споживачів на внутрішньому ринку; – міжбанківський – поставки металу посередникам, які займаються його перепродажем кінцевим споживачам; – роздрібний ринок – постачання металу безпосереднім споживачам та дрібним інвесторам, які перебувають на внутрішньому ринку
2.	Тип інвестора	– індивідуальний; – інституційний; – корпоративний
3.	Тип організації	– біржовий; – позабіржовий
4.	Ступінь легальності	– легальний; – чорний ринок
5.	Режим регулювання	– світовий (Лондон, Цюріх, Нью-Йорк, Гонконг та ін.); – внутрішній вільний (Париж, Гамбург, Франкфурт-на-Майні, Амстердам, Відень, Стамбул, Ріо-де-Жанейро); – місцевий контрольований (Афіни, Каїр); – чорний (Бомбей)
6.	Обсяг здійснюваних операцій та їхніх різновидів	– міжнародний – угоди з великими партіями металів. Правила здійснення операцій не контролюються державними органами або правила регулювання ліберальні; – регіональний – належить до світового і також має міжнародний характер. Орієнтований на місцевих клієнтів, більш дрібних (Париж, Мілан, Тель-Авів тощо); – внутрішній або місцевий – ринок однієї або декількох держав. На них поширюється державні регулювання та контроль
7.	Форми товару на ринках	– зливки різної ваги і проб; – монети різних випусків

Зберігає функції валютних металів переважно золото. Воно є одним із найцінніших благородних металів, що виконує функцію загального еквівалента. Срібло раніше також активно використовувалося як гроші, але згодом, після надмірного насичення ринку, воно фактично втратило цю функцію. Нині срібло зберігається у складі валютних резервів деяких центробанків, але у досить невеликих обсягах.

Лондонський ринок золота започатковано 1919 р. Основним учасником є клуб фірм – золоті брокери Лондона, зокрема *N. M. Rotshild and Sons, Samuel Montague, Republic Mays London, Standart Chartered Bank, Mocatta Group, Deutsche Sharps Picksley*. Особливість цього ринку – формування процедури фіксингу, що проводиться двічі на день. ***Золотий фіксинг*** – щоденна фіксація ринкової ціни золота на основі співвідношення попиту та пропозиції на нього на Лондонській золотій біржі. Ціни Лондонського ринку використовуються як довідкова база для розрахунків за укладення довгострокових контрактів.

Фіксинги провадяться щодня на торгах *LBM* (*London Bullion Market* – Лондонський ринок дорогоцінних металів). На підставі цінових заявок членів *LBMA* (*London Bullion Market Assotiation*) щодня у робочі дні двічі на день (торги о 10:30 та 15:00 *GMT*) провадиться фіксинг для золота і один раз – для срібла (торги о 12:00 *GMT*). Результати торгів негайно передаються міжнародним інформаційним агентствам і визнаються як «довідкова ціна» по всьому світу. Інформацію про вартість золота на торгах *LBM* на початку 2018 р. наведено у табл. 10.4.

Таблиця 10.4

Вартість золота на торгах *LBM (London Gold Fixing)* станом на початок 2018 р.

Код валюти	**Найменування**		**Курс (*Au*)**			
840	*USD*	долар США	1 *Oz*	1205,1500	+8,4500	+0,706 %
978	*EUR*	євро	1 *Oz*	1035,7100	+6,0700	+0,590 %
826	*GBP*	фунт стерлінгів Великобританії	1 *Oz*	930,9800	+8,0800	+0,876 %

Ринок золота в м. Цюріх у Швейцарії вважається провідним центром торгівлі золотом із 70-х рр. Його особливість полягає у тій перерозподільчій ролі, що виконує цей ринок: перерозподілу підлягає майже половина світового промислового попиту на золото. Основними учасниками ринку є «велика трійка» банків, зокрема *UBS+SBC*, *Credit Swiss*, що належать до найінноваційніших банків світу і здійснюють найбільше операцій із золотом. Для прикладу, банк *Credit Swiss* здійснює такі операції: 1) продаж «спот» на металеві рахунки; 2) купівля «спот», фізична поставка золота; 3) строкові операції (форвард, опціон), угоди «своп»; 4) надання позик під заставу золота; 5) структуровані за замовленням угоди на короткі та довгі строки виконання; 6) угоди «своп» за місцезнаходженням металу; 7) афінаж, плавка, кінцева обробка золота із напівфабрикатів.

Перевагою швейцарських банків є розгалужена мережа представництв у різних регіонах світу, що дозволяє безперервно бути присутнім на міжнародному ринку золота, укладати операції з фізичним золотом і «паперовим» металом, пропонувати клієнтам різні за розміром золоті зливки, широкий спектр операцій з використанням похідних фінансових інструментів.

З метою детальнішого аналізу коливання цін на золото у функції залежної змінної почергово використано реальну та номінальну ціни золота.

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

$$GOLD_R = в1 + в2 \times USDX + в3 \times LIBOR + в4 \times SP + в5 \times OIL + et, \quad (10.1)$$

де *GOLD_R* – реальна ціна золота, дол. США за унцію; *USDX* – індекс долара США; *LIBOR* – ставка *LIBOR*, вирахувана для долара США; *SP* – значення індексу *S&P* 500; *OIL* – номінальна ціна нафти, дол. США за барель; *в1, в2, в3, в4, в5* – параметри регресії; *et* – похибка регресії.

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

$$GOLD_N = в1 + в2 \times USDX + в3 \times INFL + \\ + в4 \times LIBOR + в5 \times SP + в6 \times OIL + et, \quad (10.2)$$

де *GOLD_N* – номінальна ціна золота, дол. США за унцію; *INFL* – рівень інфляції в США; *в1, в2, в3, в4, в5, в6* – параметри регресії.

Подвійна, а саме сировинна та валютна, сутність золота відіграє важливу роль у його ціноутворенні як на міжнародному, так і на національних ринках. Непередбачуваність подій у світі в цілому стимулює інвесторів конвертувати свої кошти саме у золото, що призводить до коливань його курсу та волатильності ринку у короткостроковій перспективі.

Традиційними лідерами видобутку золота залишаються Китай, Австралія, Росія, США та Канада (табл. 10.5).

Таблиця 10.5

Країни-лідери з видобутку золота у 2017 р.

Позиція в рейтингу	Країна	Видобуток у тоннах
1	Китай	455
2	Австралія	270
3	Росія	250
4	США	209
5	Канада	170
6	Перу	150
7	ПАР	140
8	Мексика	125
9	Узбекистан	100
10	Індонезія	100
11	Гана	90
12	Бразилія	80
13	Папуа Нова Гвінея	65
Інші країни		900
Загалом		3 100

Часто за індикатор стану світової економіки беруть співвідношення цін золота та платини, що коливається залежно від циклічності економічного розвитку. За період стабільного зростання світової економіки платина у 2–2,5 рази дорожча за золото завдяки тому, що у природі вона зустрічається рідше, для її отримання необхідно переробити утричі більше руди, ніж для видобутку

золота (для виготовлення ювелірних виробів цей метал використовується у значно менших обсягах).

Під час світових криз попит на платину знижується, метал втрачає в ціні; його інвестиційний потенціал є нижчим, ніж у золота. На користь золота свідчить його історична роль грошового еквівалента. Золотовалютні резерви окремих країн світу станом на початок 2018 р. представлено на рис. 10.3.

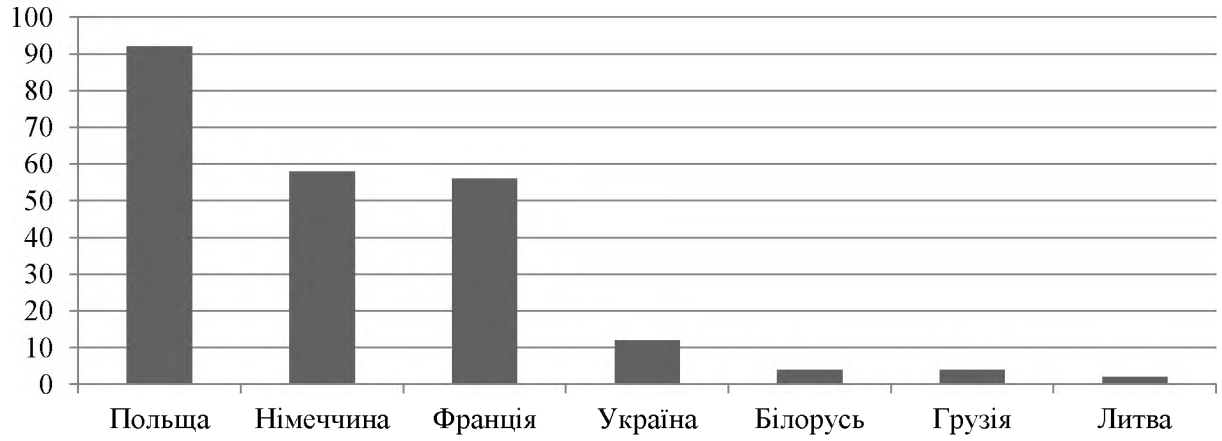


Рис. 10.3. Золотовалютні резерви країн світу на початок 2018 р.

Останніми роками деякі українські банки вже набули певного досвіду проведення операцій на ринку банківських металів – наймолодшому сегменті фінансового ринку. Він розпочав свою активну діяльність як організований ринок з 1998 р. з відповідної постанови НБУ, якою було затверджено Положення про організацію торгівлі банківськими металами на валютному ринку України, що визначила правила діяльності банків з банківськими металами (табл. 10.6).

У світі банки працюють переважно з безготівковими металами, оскільки це не потребує зайвих витрат на перевезення та зберігання металу. Але український ринок банківських металів має переважно готівковий характер. Левова частина українського ринку банківських металів, як і в усьому світі, традиційно належить золоту. Проте рівень розвитку фінансових інструментів цього сегмента фінансового ринку ще досить незначний. Його розвиток стримують не тільки об'єктивні (недостатній соціально-

економічний рівень добробуту потенціальних учасників ринку), а й суб'єктивні чинники: незначна практика використання банківських металів як застави, отримання кредитів; недостатній рівень розвитку інфраструктури українського ринку банківських металів; низький рівень маркетингових досліджень діяльності банків на ринку банківських металів.

Таблиця 10.6

Періодизація формування та розвитку ринку золота та банківських металів в Україні

Етап	Роки	Характеристика
1.	1991–1996	Прийняття Постанови Верховної Ради України від 02.12.1991 «Про створення запасу дорогоцінних металів і каменів» (втратив чинність) з наділенням НБУ правом збору та збереження золотого резерву країни
2.	1997–1998	Прийняття Закону України «Про державне регулювання видобутку, виробництва і використання дорогоцінних металів і дорогоцінного каміння та контроль за операціями з ними» та Положення про організацію торгівлі банківськими металами на валютному ринку України (втратив чинність). Поява з січня 1999 р. оптової торгівлі банківськими металами, що стала відбуватися на Українській міжбанківській валютній біржі (УМВБ). Основні характеристики перших торгів золотом: – учасники торгівлі – Правекс-Банк, VAB Банк, НБУ; – фіксинг проводився за процедурою Лондонського золотого фіксингу (*London Gold Fix*). Його ціна на 30 % перевищила ціни Лондонського фіксингу на відповідну дату
3.	2001–2003	Активізація ринку дорогоцінних металів, зокрема: – поява нових ліцензованих професійних учасників – банків; – збільшення поінформованості учасників ринку: поява публікацій у діловій пресі; – збільшення попиту на нові фінансові інструменти з боку населення та юридичних осіб (зокрема, страхових компаній); – лібералізація ринку: спрощення процедури ввезення золота в Україну, його декларування, схеми його купівлі у банках, покращення умов зберігання золота населенням у банках; – підвищення конкуренції, за рахунок чого маржа у деяких банках досягла рівня у 3–4 % (відносно до цін оптових закупівель за кордоном)
4.	2004 – донині	Існування двох секторів ринку золота: 1) регулюється і контролюється Міністерством фінансів України та покликаний обслуговувати потреби суб'єктів підприємницької діяльності в золоті, якість якого не узгоджується з міжнародними стандартами; 2) ринок банківського золота в зливках – регулюється і контролюється НБУ та оперує із золотом, що відповідає міжнародним стандартам

У цілому загальна конструкція сучасного ринку дорогоцінних металів України представлена як модель, що складається із таких взаємопов'язаних сегментів:

– біржовий ринок фізичних дорогоцінних металів у стандартизованій формі та ринок строкових контрактів;

– міжбанківський ринок банківських металів;

– роздрібний ринок банківських металів;

– ринок ювелірних виробів (гуртовий та роздрібний).

Організація торгівлі банківськими металами в Україні регламентована Законом України від 18.11.1997 № 637/97-ВР «Про державне регулювання видобутку, виробництва і використання дорогоцінних металів і дорогоцінного каміння та контроль за операціями з ними».

Банківські метали підлягають обов'язковій сертифікації через оформлення *сертифіката якості* – письмового документа або клейма визнаного афінажера, які засвідчують назву металу, його пробу (кількість часток хімічно чистого дорогоцінного металу на 1 000 часток лігатурної маси) та серійний номер, а також назву компанії-виробника.

Торгівлю банківськими металами поділяють на оптову та роздрібну. Оптова здійснюється на УМВБ, а роздрібна – уповноваженими банками та іншими фінансовими установами, які отримали ліцензію НБУ на право здійснення операцій з банківськими металами, безпосередньо через власні каси в операційних залах з фізичними особами-резидентами та нерезидентами.

Оптова торгівля банківськими металами включає операції купівлі-продажу за однією угодою або з одним контрагентом упродовж робочого дня більше ніж 100 грамів золота, платини чи металів платинової групи або 1 000 грамів срібла у зливках чи монетах у кількості понад 10 золотих, платинових або срібних монет. *Роздрібна торгівля* – операції з купівлі-продажу за однією угодою або з одним контрагентом упродовж робочого дня не більше ніж 100 грамів золота, платини чи металів платинової групи або 1 000 грамів срібла у зливках чи монетах у кількості не більше ніж 10 золотих, платинових або срібних монет. Така торгівля здійснюється відповідно до інструкцій НБУ з організації емісійно-касової роботи в установах банків.

Наприклад, значення офіційного курсу банківських металів станом на початок 2018 р. подано у табл. 10.7.

Таблиця 10.7

Офіційний курс банківських металів НБУ станом на початок 2018 р.

Код металу	Найменування		Курс (грн)			
959	*XAU*	Золото	1 *Oz*	33990,9240	+47,6430	+0,140 %
961	*XAG*	Срібло	1 *Oz*	399,9430	–4,9220	–1,216 %
962	*XPT*	Платина	1 *Oz*	21845,8650	–87,8530	–0,401 %
964	*XPD*	Паладій	1 *Oz*	27885,9360	+411,9650	+1,499 %

Основною функцією НБУ є забезпечення накопичення та зберігання золотовалютних резервів і здійснення операцій з ними та банківськими металами. Золотовалютний резерв НБУ складається з таких активів: монетарне золото, спеціальні права запозичення, резервна позиція в МВФ, іноземна валюта у вигляді банкнот та монет на рахунках за кордоном, цінні папери, інші міжнародно визнані резервні активи.

Розмір золотовалютних резервів України у 2007–2017 рр. наведено у табл. 10.8.

Таблиця 10.8

Розмір золотовалютних резервів України упродовж 2007–2017 рр.

Дата на початок року	Розмір золотовалютного резерву, млрд дол. США	Приріст (до попереднього року)	
2007	22,36	+ 2,97	+ 15,32
2008	31,79	+ 9,43	+ 42,17
2009	34,57	+ 2,78	+ 8,74
2010	26,5	–8,07	–23,34
2011	34,58	+ 8,08	+ 30,49
2012	31,8	–2,78	–8,04
2013	24,546	–7,254	–22,81
2014	20,415	–4,131	–16,83
2015	7,533	–12,88	– 63,1
2016	13,300	+ 5,767	+ 76,56
2017	15,539	+ 2,239	+ 16,83

У цілому сучасні відносини грошей у значенні національних валют і золота є складними: національні валюти планувалося вивільнити від фізичної залежності щодо дорогоцінних металів. Проте якщо говорити про функцію грошей для накопичення скарбів (а часто за скарб приймається золото), то повністю відмовитися від них людство не може. Хоча золото не може здійснювати перехід від скарбів до оборотного платіжного засобу і назад, цей благородний метал активно використовується з економічної рецесії для визначення реальної вартості активів. Зокрема, золоті запаси центральних банків мають інтернаціональне значення як міжнародні активи. Саме тому для пересічного громадянина важко зрозуміти, чи дійсно відбувся повний відхід від золотого стандарту. У сучасному розумінні парадокс золота полягає в тому, що, з одного боку, його віднесено до категорії товарів, а з іншого – вилучено з міжнародних економічних відносин як засіб обігу. Проте аналізуючи світові ринки, випливає, що попит на золото носить швидше інвестиційний характер, ніж промисловий.

10.4. Специфіка операцій на міжбанківському ринку

Міжбанківський ринок – це частина грошового ринку, де тимчасово вільні грошові ресурси залучаються і розміщуються банками між собою переважно у формі короткострокових міжбанківських депозитів на короткі терміни. Він належить до систем, яким характерна велика кількість ознак (рис. 10.4).

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

На функціонування міжбанківського ринку чинить вплив значна кількість факторів як зовнішнього, так і внутрішнього характеру (табл. 10.9).

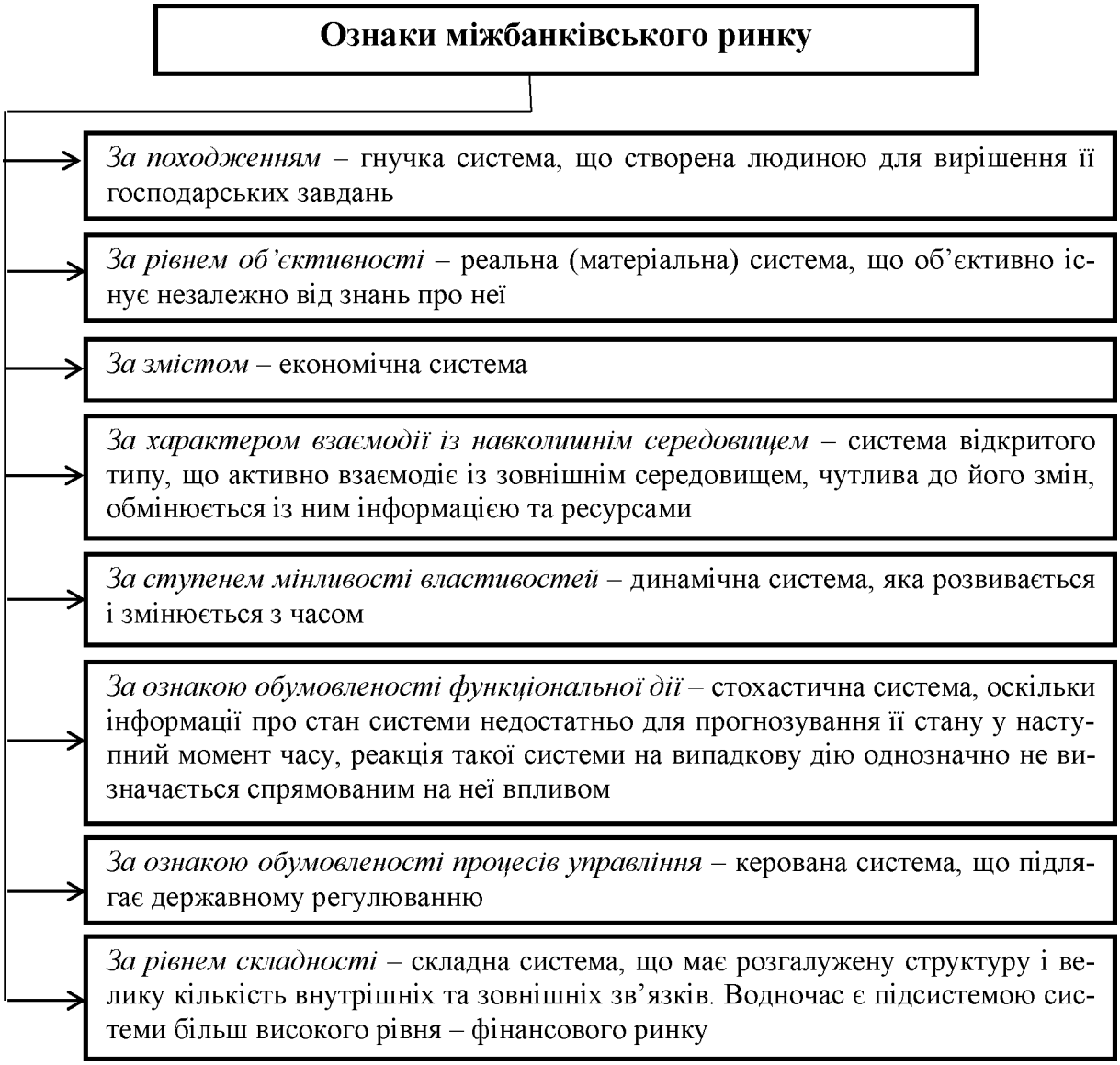


Рис. 10.4. Основні ознаки міжбанківського ринку як системи

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

1. *Посередницька функція.* Як особливий сегмент фінансового ринку, на якому основними учасниками є банки, міжбанківський ринок надає можливість покупцям і продавцям фінансових ресурсів знайти один одного й укласти угоду.

2. *Регулююча функція* полягає у тому, що в рамках ринку для всіх учасників діють єдині правила гри; це спрощує процес перерозподілу фінансових ресурсів між ними, а згодом і між секторами економіки.

Таблиця 10.9

Фактори впливу на міжбанківський ринок

Внутрішні фактори		Зовнішні фактори	
Група	**Фактор впливу**	**Група**	**Фактор впливу**
Економічні	стан національної економіки	Кон'юнктурні	міжбанківська конкуренція
	інфляційні процеси		ризик здійснення операцій
	платіжний баланс		лібералізація процесу ціноутворення
	інвестиційний клімат країни		чутливість ринку до зміни зовнішніх чинників
Фінансові	стан фінансового ринку	Структурні	структура і якість контрагентної бази
	розвиток платіжної системи		розгалуженість міжбанківських зв'язків
	політика НБУ та платіжна дисципліна		розвиток посередників та якість наданих ними послуг
Нормативно-правові	дієвість законодавчої бази і рівень її розвитку	Технологічні	технічна оснащеність програмними засобами та обчислювальною технікою
	правове і нормативне забезпечення діяльності суб'єктів міжбанківського ринку		розвиток інформаційних систем, їхня спроможність забезпечувати підтримку прийняття управлінських рішень своєчасною та адекватною інформацією
Соціально-культурні	довіра до банківської системи	Фінансово-економічні	фінансовий стан окремих суб'єктів ринку
	купівельні звички населення та господарюючих суб'єктів		ділова репутація
Політичні	політична ситуація у країні	Організаційно-управлінські	ділові відносини з клієнтами та контрагентами
	позиція державних органів щодо функціонування міжбанківського ринку		спектр послуг і продуктовий ряд, якість і вартість банківських продуктів
	зовнішні та внутрішні запозичення уряду та графік виплат за ними		фінансовий менеджмент
	відносини уряду з іноземними державами		планування, облік і контроль операцій, здійснюваних на міжбанківському ринку
Міжнародні	стан світової економіки	Ресурсні	наявні фінансові ресурси окремих суб'єктів ринку
	тенденції на світових фінансових ринках		структура, строковість, стабільність та вартість фінансових ресурсів

3. *Стимулювальна функція*. Ринок, на якому існує конкуренція між покупцями і продавцями фінансових ресурсів, спонукає їх до підвищення ефективності роботи, пошуку нових методів і способів її оптимізації.

4. *Інформаційна функція*. Завдяки постійному коливанню цін на фінансові ресурси, що виступають об'єктом купівлі-продажу на ринку, його учасники мають можливість у кожний момент часу порівняти умови запропонованого контрагентом контракту з ринковими умовами.

5. *Ціноутворююча функція* передбачає, що саме на ринку створюється пропозиція вільних фінансових ресурсів, які мають у своєму розпорядженні банки і готові надати іншим учасникам, які мають попит на них. Унаслідок взаємодії ринкового попиту і пропозиції формується ринкова ціна і рівноважний обсяг торгів.

6. *Селективна функція* проявляється у тому, що ринок сприяє очищенню банківської системи від неефективно функціонуючих фінансових установ, які банкрутують унаслідок конкуренції.

7. *Інтеграційна функція* ринку полягає у тому, що завдяки розгалуженій системі горизонтальних і вертикальних зв'язків він об'єднує банківську систему в єдине ціле і пов'язує її з банківськими системами інших країн.

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

– Національний банк України;

– уповноважені банки (банки, які отримали ліцензію НБУ на право здійснення операцій з валютними цінностями);

– інші фінансові установи-резиденти, які отримали ліцензію НБУ на право здійснення валютних операцій;

– юридичні особи, які уклали (відповідно до правил, що встановлені НБУ) з уповноваженими банками агентські угоди на відкриття пунктів обміну іноземних валют;

– фінансові установи-нерезиденти (в тому числі іноземні банки), які отримали індивідуальний дозвіл НБУ на право здійснення операцій на міжбанківському ринку України.

Структура міжбанківського валютного ринку, крім зазначених вище суб'єктів, включає також валютні підрозділи товарних і фондових бірж, які отримали ліцензію НБУ на право організації торгівлі іноземною валютою. Порядок та умови отримання ліцензій на право здійснення й організації валютних операцій біржами, іншими фінансовими установами-резидентами та нерезидентами визначається НБУ окремим рішенням.

Банки проводять операції на міжбанківському ринку через пасивні операції, одержуючи доступ до кредитних ресурсів для швидкого підвищення рівня ліквідності. Кредити для них є терміновими зобов'язаннями. Це найдорожчі ресурси, але прибутковість від операцій з ними не досить висока.

Кредитні відносини між банками визначаються на договірних засадах шляхом укладання кредитних угод із визначенням прав і обов'язків сторін. Надання міжбанківського кредиту супроводжується відкриттям рахунків відповідно до плану рахунків бухгалтерського обліку банків України. Спірні питання вирішуються за законом або через третейський суд.

Види операцій банків на міжбанківському ринку наведено у табл. 10.10.

Міжбанківський ринок є основою валютного ринку, оскільки формуються попит і пропозиція валюти, ціни на цей специфічний товар. На макроекономічному рівні ключовим суб'єктом валютних операцій є державні центральні банки: Банк Англії, що є найстарішим у цьому клубі; Федеральна резервна система США; Бундесбанк Німеччини; Національний банк Франції; Національний банк України. Саме вони відповідають за валютні резерви, підтримують курси валют, стабільність грошового обігу.

Найпоширенішими формами валютних операцій на міжбанківському валютному ринку є «спот», «форвард» і «своп», а на біржовому – «ф'ючерс» та «опціон». Дещо особливою формою валютних операцій є валютний арбітраж.

Валютна операція «спот» – це купівля-продаж валюти на умовах її поставки упродовж двох робочих днів від дня укладання угоди за курсом, що зафіксований в угоді (її ще називають терміновою).

Таблиця 10.10

Види банківських операцій на міжбанківському ринку

№ з/п	Види	Характеристика
1.	Міжбанківський депозит	Пов'язаний з активними депозитними операціями банків, тобто вкладенням тимчасово вільних коштів одних банків у інші кредитні установи, у тому числі НБУ. *Міжбанківські депозити* – це незабезпечені кредити, що не обертаються, із фіксованою ставкою, які надаються одними фінансовими інститутами іншим через позабіржовий ринок
2.	Міжбанківський кредит	одержання кредитів в інших банках дає можливість банкам поповнювати власні кредитні ресурси. За надлишок ресурсів банк розміщує їх на міжбанківському ринку, за нестачі – купує на ринку. На практиці використовуються такі основні різновиди міжбанківського кредиту: – *овердрафт* – за кореспондентськими рахунками: на відповідному рахунку обліковуються суми дебетових (кредитових) залишків на кореспондентських рахунках банків на кінець операційного дня; – *овернайт* – надання (отримання) іншим банком; надаються на термін не більше одного операційного дня, використовується для завершення розрахунків поточного дня; – *операції «репо»* – пов'язані з купівлею цінних паперів на певний період з умовою зворотного їхнього викупу за заздалегідь обумовленою ціною або умовою безвідкличної гарантії погашення
3.	Операції «своп»	Угода між двома учасниками фінансового ринку про обмін майбутніми платежами згідно з умовами контракту. Своп передбачає обмін грошових потоків з одними характеристиками на грошовий потік з іншими характеристиками. Частіше під «свопом» розуміють операцію, яка об'єднує купівлю-продаж на умовах негайної поставки з одночасною контругодою на визначений термін з тими самими фінансовими активами. При цьому про зустрічні платежі домовляються два партнери (банки, корпорації та ін.)
4.	Консорціумне кредитування	Тимчасові об'єднання банків, які створюються для координації дій під час проведення різноих банківських операцій або для кредитування однієї, але великої угоди і засновані банками на паритетних засадах. Консорціуми на постійній основі можуть створюватися для проведення операцій на валютних ринках або для великомасштабних лізингових чи факторингових операцій на ринках позикових капіталів. Банки об'єднуються для надання консорціумного кредиту на взаємовигідних договірних умовах
5.	Міжбанківські валютні операції	Є конкретною формою прояву валютних відносин у народногосподарській практиці. Валютні операції – це операції, пов'язані з переходом права власності на валютні цінності; використанням валютних цінностей як засобу платежу в міжнародному обігу; ввезенням, переказуванням і пересиланням на територію країни та вивезенням, переказуванням і пересиланням за її межі валютних цінностей
6.	Міжбанківські конверсійні операції	Угода щодо купівлі-продажу однієї валюти проти іншої валюти за курсом, узгодженим залежно від моментів їхнього укладання

Основними учасниками спот-ринку є банки, які здійснюють такі валютні операції:

– безпосередньо з клієнтами – підприємствами приватного і державного секторів;

– на міжбанківському ринку – з іншими банками;

– через брокерів – з банками і клієнтами;

– з центральними банками інших країн.

Є «звичаї» спот-ринку, що не зафіксовані у спеціальних міжнародних конвенціях чи міждержавних угодах, однак їх беззастережно виконують усі учасники цього ринку. До них належать:

1. Здійснення платежів упродовж двох робочих банківських днів без нарахування відсоткової ставки на суму поставленої валюти.

2. Здійснення операцій на базі комп'ютерної торгівлі з підтвердженням електронними повідомленнями (авізо) упродовж наступного робочого дня.

3. Наявність обов'язкових валютних курсів: якщо дилер великого банку цікавиться котируваннями іншого банку, то повідомлені йому валютні курси є обов'язковими для виконання операції з купівлі-продажу валюти.

Хоча спот-операції належать до «швидких» валютних операцій, вони теж підвладні валютному ризику. Це пов'язано перш за все з технічними особливостями клірингових розрахунків, що є в більшості країн світу, а також із часовими різницями в роботі валютних ринків. Наприклад, валютні ринки США та Західної Європи розділені п'ятьма годинними поясами і тому платежі в доларах можуть направлятися на декілька годин пізніше платежів у західноєвропейських валютах, все ж встигаючи до відведеного терміну валютування за операцією, що може призвести до виникнення ризику збитків. Крім того, особливістю багатьох клірингових систем є те, що інформація про отримання платежу від контрагента стає відомою лише наступного дня після дати валютування, а за цей час різка зміна валютного курсу може призвести до збитків або до упущення вигоди.

Такі операції, як «форвард» і «своп» прийнято вважати строковими. Це валютні операції, що пов'язані з поставкою валюти на

строк понад 3 дні з дня укладення. Стандартні терміни виконання строкових контрактів, як правило, 1, 3, 6, 9 і 12 місяців.

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

Ринок форвардних операцій строком до 6 місяців, як правило, досить стабільний, а на довший термін – нестійкий, за якого окремі операції можуть викликати великі коливання обмінних курсів. Форвардний валютний курс і курс «спот» тісно пов'язані між собою. З теоретичного погляду форвардна ціна валюти може дорівнювати спот-ціні, однак на практиці такий збіг досить рідкісний. Якщо форвардний курс більший за спот-курс, то в такому випадку зазначають, що валюта котирується з «премією»; якщо ж навпаки, то валюта котирується з «дисконтом», тобто зі знижкою.

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

Операції «своп», як правило, реалізуються на строк від 1 до 6 місяців, значно рідше зустрічаються своп-операції з терміном виконання до 5 років. Операції «своп» здійснюються як між банками, так і між банками і центральним банком країни, а також безпосередньо між центральними банками країн. В останньому випадку вони становлять угоди із взаємного кредитування в національних валютах відповідних країн. З 1969 р. діє багатостороння система взаємного обміну валют через Банк міжнародних розрахунків у Базелі на базі використання операцій «своп». Ці двосторонні операції використовуються центральними банками країн, в основному для здійснення ефективних валютних інтервенцій. Вони використовуються також як центральними, так і комерційними банками для диверсифікації своєї валюти з метою здійснення

міжнародних розрахунків, задоволення потреб клієнтів у певній валюті для тимчасового збільшення своїх валютних резервів тощо.

Наприклад, якщо банк має запаси доларів, а йому тимчасово на 6 місяців потрібні євро, то він може продати долари за євро з негайною оплатою й одночасно укласти договір про купівлю такої ж суми доларів через 6 місяців у свого партнера. Приблизний розподіл угод з іноземною валютою на світових валютних ринках такий: «спот» – 67 %, «форвард» – 5, «своп» – 28 %.

Ф'ючерсні валютні операції – це строкові угоди на біржах, що становлять купівлю-продаж золота, валюти, інших фінансових інструментів за фіксованою на момент укладання контракту ціною, з виконанням операції через певний проміжок часу (більше 3 днів і до 2–3 років). Розрахунки здійснюються через клірингову палату, яка є посередником між продавцем та покупцем і гарантує виконання сторонами своїх зобов'язань. Як видно, сутність ф'ючерсних валютних операцій дещо подібна до форвардних. Так, ф'ючерсні операції, як і форвардні здійснюються з поставкою валюти на термін понад 3 дні з дня укладання контракту, при цьому ціна виконання контракту в майбутньому визначається в день його підписання.

Однак за видимої зовнішньої подібності є суттєві відмінності ф'ючерсних валютних операцій від форвардних:

1. Якщо форвардні операції здійснюються на міжбанківському валютному ринку, то ф'ючерсні – переважно на біржовому, що призводить до визначення строків і обсягів операцій за форвардними контрактами на основі взаємної домовленості сторін, тоді як умови виконання ф'ючерсних контрактів прив'язані до певних дат роботи бірж (наприклад, перший понеділок кожного третього місяця), тобто стандартизовані за термінами, обсягами та умовами поставок.

2. Індивідуальні контракти, що укладаються між клієнтом і банком за форвардними валютними операціями, як правило, дорожчі порівняно зі стандартизованими ф'ючерсними контрактами. Завдяки цьому форвардні операції супроводжуються більшою маржею (спредом) і призводять до більших витрат для клієнта порівняно з ф'ючерсними.

3. Доступ на форвардні валютні ринки для невеликих фірм обмежений, оскільки мінімальна сума для укладання контракту становить у переважній більшості випадків 500 тис. дол. США. Ф'ючерсний ринок доступний як для індивідуальних, так і невеликих інституційних інвесторів.

4. Якщо форвардні валютні операції на 95 % закінчуються поставкою валюти за контрактом, то ф'ючерсні операції, навпаки, на 95 % закінчуються укладанням зворотної (офсетної) угоди, за якої не здійснюється реальна поставка валюти, а учасники цієї операції отримують лише різницю між початковою ціною укладання контракту і ціною, що діє на день здійснення зворотної (офсетної) угоди.

5. Під час формування форвардного валютного контракту набір валют практично необмежений. Ф'ючерсні валютні операції здійснюються з обмеженим набором, як правило, резервних валют – долара США, японської єни, англійського фунта стерлінгів та деяких інших.

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

Уповноважений банк включає в заявку на участь у СПУ всі потреби клієнтів, які не можуть бути задоволені в межах цього уповноваженого банку, а також власні потреби щодо купівлі-продажу іноземної валюти та банківських металів за гривні із зазначенням виду валюти та/або банківського металу, курсу та обсягу купівлі та/або продажу, а також ознаку операції: за дорученням клієнта або операція за власними потребами в межах лімітів відкритої валютної позиції. Уповноважений банк також вказує в заявці потреби клієнтів та власні потреби щодо купівлі-продажу за гривні банківських металів у НБУ із зазначенням виду банківського металу, курсу та обсягу його купівлі та/або продажу, а

також ознаки операції: за дорученням клієнта або операція за власними потребами в межах лімітів відкритої валютної позиції.

Уповноважений банк бере участь у СПУ з іншими уповноваженими банками (уповноваженими фінансовими установами) як покупець та/або як продавець кожного виду іноземної валюти Класифікатора іноземних валют та банківських металів. Подана заявка може бути анульована уповноваженим банком не пізніше ніж за годину до закінчення часу функціонування СПУ. Заявка в паперовій формі підписується керівником (або особою, яка його замінює) та головним бухгалтером (або особою, яка його замінює) банку і залишається на зберіганні в банку. Заявка в електронній формі подається до НБУ в установлений ним строк. НБУ має право змінити термін подання заявки, попередивши про це уповноважені банки не пізніше ніж за два робочих дні до дня запровадження відповідних змін.

Уповноважений банк не має права брати участь у функціонуванні СПУ без отримання підтвердження НБУ про прийняття заявки. Уповноважений банк у заявці визначає за кожною іноземною валютою Класифікатора та за кожним видом банківських металів обсяг їхньої купівлі та/або продажу. Уповноважений банк має право під час функціонування СПУ замість зазначеної у заявці операції з іноземною валютою 1-ї групи Класифікатора здійснити аналогічну операцію з іншою іноземною валютою цієї самої групи Класифікатора, замість зазначеної у заявці операції з іноземною валютою 2-ї, 3-ї груп Класифікатора здійснити аналогічну операцію з іншою іноземною валютою 2-ї або 3-ї груп Класифікатора.

Уповноважений банк не має права під час функціонування СПУ замість зазначеної у заявці операції з банківськими металами здійснювати операцію з іноземною валютою. Уповноважені банки здійснюють взаємні розрахунки за операціями з купівлі-продажу іноземних валют та банківських металів за гривні лише за підтвердженими угодами, взаємні розрахунки за безготівкові гривні здійснюються виключно через систему електронних платежів НБУ. Підтвердженою вважається угода, за якою обидва її учасники під час функціонування СПУ отримали взаємні підтвердження засобами цієї системи. Підтвердження угод між НБУ та

уповноваженими банками завершується за одну годину до часу закінчення функціонування СПУ. Угода, яка вже була підтверджена для одного з її учасників до зупинення НБУ СПУ, підтверджується і для іншого її учасника засобами цієї системи.

Контрольні запитання

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

Тести

1. За інституційними ознаками грошових потоків грошовий ринок має такі сегменти:

а) ринок боргових зобов'язань; ринок цінних паперів; валютний ринок;

б) ринок грошей; ринок капіталів;

в) ринок цінних паперів; ринок банківських кредитів; ринок послуг недепозитних фінансових посередників;

г) правильної відповіді немає.

2. За видами фінансових інструментів, що застосовуються для переміщення грошей від їхніх продавців до покупців, грошовий ринок структурується на:

а) ринок боргових зобов'язань; ринок цінних паперів; валютний ринок;

б) ринок грошей; ринок капіталів;

в) ринок цінних паперів; ринок банківських кредитів; ринок послуг недепозитних фінансових посередників;

г) правильної відповіді немає.

3. Кредити рефінансування надаються:

а) для розширення фінансової діяльності банків;

б) виключно для підтримки ліквідності банків у разі виникнення розривів у часі між виконанням вимог та зобов'язань;

в) коли відсутня можливість підтримати ліквідність на міжбанківському ринку;

г) для здійснення банками спекулятивних операцій з іноземною валютою.

4. Характерною особливістю ринку грошей є:

а) занадто мінливий попит і пропозиція на гроші та волатильність процентної ставки;

б) гроші, що швидко вивільняються з обороту, та стабільніша процентна ставка;

в) менш рухливі попит і пропозиція на гроші та більш стабільна процентна ставка;

г) менш рухливі попит і пропозиція на гроші та волатильна процентна ставка.

5. Сферою економічних відносин, де об'єктом операцій є золото, надане на певних умовах, є:

а) кредитний ринок;

б) валютний ринок;

в) ринок золота;

г) усі відповіді правильні.

6. Ринок грошей як складова фінансового ринку представлений такими фінансовими інструментами:

а) казначейськими векселями, депозитними сертифікатами, банківськими акцептами;

б) акціями, державними і промисловими облігаціями;

в) іпотечними сертифікатами та зворотними вимогами про викуп цінних паперів;

г) довгостроковими кредитами та депозитами.

7. За типом організації ринок золота та дорогоцінних металів поділяють на:

а) зовнішній, внутрішній;

б) місцевий, національний та міжнародний;

в) біржовий, небіржовий;

г) правильної відповіді немає.

8. Ринковий товар, характерною особливістю якого є неприв'язаність до економіки окремої держави і незалежність від фінансової спроможності окремої корпорації (на відміну, наприклад, від цінних паперів), – це:

а) фінансовий актив;

б) дорогоцінний метал;

в) золото;

г) усі відповіді правильні.

9. Частина ринку позикових капіталів (грошового ринку), де тимчасово вільні грошові ресурси кредитних інститутів залучаються і розміщуються банками між собою, – це:

а) міжбанківський ринок;

б) міжнародний ринок;

в) світовий ринок;

г) грошовий ринок.

10. На які дві групи поділяються фактори впливу на міжбанківський ринок:

а) економічні та фінансові;

б) обов'язкові та додаткові;

в) внутрішні та зовнішні;

г) внутрішні та міжнародні.

Завдання

1. Розрахувати вартість, за якою банк враховує вексель, якщо номінальна вартість векселя становить 10 500 грн, кількість днів до погашення – 90, відсоткова ставка, за якою банк надає кредити, – 22 %.

2. Внесок у сумі 5 500 тис. грн прийнятий банком від фізичної особи 1 лютого під 14 % річних. Яку суму одержить вкладник 1 червня того ж року?

3. Банк відкрив клієнту депозитний рахунок у сумі 50 тис. грн під плаваючу процентну ставку: за перші 3 місяці нараховується дохід за ставкою 15 % річних, за наступні 3 місяці – 17 % і за наступні півроку – за ставкою 20 % річних. Визначити суму, яку отримає власник депозиту після закінчення терміну вкладу, та його сукупну дохідність.

4. Золотодобувне підприємство через три місяці планує здійснити продаж золота. Щоб застрахуватися від падіння ціни золота, воно набуває сьогодні опціон *put* з ціною виконання 650 дол., сплативши за це певну премію. Одночасно підприємство продає опціон *call* з тією ж датою закінчення і величиною премії, що дорівнює премії опціону *put* і ціною виконання 680 дол.

Можливі три варіанти подій:

а) ціна золота виявиться менше 650 дол. за унцію;

б) ціна перевищить 680 дол. за унцію;

в) ціна коливатиметься в інтервалі від 650 до 680 дол. за унцію.

Які дії хеджера і їхні результати у всіх трьох варіантах розвитку подій?

5. Ринкова ціна золота на Лондонському ринку дорогоцінних металів становить 450 дол. за одну тройську унцію. Розрахуйте ціну однієї тройської унції золота зливка проби 999,9.

Список рекомендованих джерел

1. Береславська О. І. Валютна політика України: теорія та практика : монографія / О. І. Береславська; НУДПСУ, НДЦ з проблем оподаткування. – Ірпінь, 2010. – 330 с.

2. Береславська О. І. Монетарні важелі регулювання економічного циклу / О. І. Береславська // Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку: монографія / [В. Опарін, В. Федосов, С. Льовочкін та ін.]; за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2016. 695, [135–165] с.

3. Бодрова Н. Світові ринки дорогоцінних металів: сучасний стан та основні чинники впливу / Н. Бодрова // Вісник НБУ. – 2011. – № 7. – С. 26–32.

4. Боришкевич О. В. Золото у сучасній економіці / Боришкевич О. В. // Бізнесінформ. – 2014. – № 1. – С. 256–261.

5. Гроші та кредит : підручник / [М. І. Савлук, А. М. Мороз, І. М. Лазепко та ін.]; за наук. ред. М. І. Савлука. – 6-те вид., перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2011. – 599 с.

6. Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Долан Э. Дж. ; [пер. с англ.]. – М. – Л., 1991. – 443 с.

7. Доскочинська Л. С. Еволюція ролі золота в економіці держав / Л. С. Доскочинська // Актуальні проблеми міжнародних відносин: політичні, економічні, правові аспекти : зб. матер. ІІ Міжнар. наук.-практ. конф. – Львів, 2012. – С. 93–95.

8. Коваленко Ю. М. Підвищення конкурентоспроможності банків в Україні / Ю. М. Коваленко // Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. – 2017. – № 2 (80). – С. 112-121.

9. Кужелєв М. О. Ринок фінансових послуг / М. О. Кужелєв, Р. А. Герасименко, М. О. Лисенко. – Донецьк: «Східний видавничий дім», 2013. – 292 с.

10. Кужелєв М. О. Формування механізму управління кредитоспроможністю підприємства в умовах інноваційного розвитку економіки України / М. О. Кужелєв, М. О. Житар // Науковий вісник НУДПСУ (економіка, право). – 2015. – Вип. 2 (69). – С. 57–62.

11. Михайловський О. В. Трансформація функцій золота у сучасній міжнародній економіці [Електронний ресурс] / Михайловський О. В. – Режим доступу : http://www.nbuv.gov.ua/old_jrn/soc_gum/APE/2011_12/APE-12-2011/230-237.pdf.

12. Михальський В. Золото як світова валютна одиниця в епоху глобалізації / В. Михальський // Економічний вісник університету. – 2010. – № 15/1. – С. 235–241.

13. Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи [Електронний ресурс]: Постанова Правління НБУ: від 17.09.2015 № 615. – Режим доступу : http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15.

14. Про державне регулювання видобутку, виробництва і використання дорогоцінних металів і дорогоцінного каміння та контроль за операціями з ними [Електронний ресурс]: Закон України: від 28.12.2015 № 637/97ВР. – Режим доступу: http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/637/97-%D0%B2%D1%80.

15. Про механізм оперативного підтримання ліквідності банків [Електронний ресурс]: Постанова Правління НБУ : від 06.02.2014 № 48. – Режим доступу : http://zakon.rada.gov.ua /laws/show/v0048500-14.

16. Пухальська А. П. Аналіз кон'юнктури та тенденцій сучасного розвитку ринку золота / А. П. Пухальська, О. В. Коротаєва // Вісник Запорізького національного університету. Економічні науки. – 2014. – № 2. – С. 217–225.

17. World Gold Council [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.gold.org/supply-and-demand/gold-demand-trends.

18. World Silver Council [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://www.silverinstitute.org/WorldSilverSurvey2017.pdf.

19. Bleiwas D. Platinum-Group Metals-World Supply and Demand [Електронний ресурс] / D. Bleiwas, D. Wilburn. – Режим доступу: pubs.usgs.gov.

20. Bringing the gold market to investors [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.spdrgoldshares.com.

21. Gold Statistics and Information [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/gold/index.html#mcs.

22. Green T. The New World of Gold: The inside story of the Mines, the Markets, The Politics, The Investors / Green T. – New York: Walker & Company, 1984. – 290 p.

23. Kosares M. J. ABC of Gold Investing: How to protect and build your wealth with gold / Kosares M. J. – Omaha, Nebraska: Addicus Books, 2005. – 175 p.

РОЗДІЛ 11
ВАЛЮТНИЙ РИНОК

11.1. Валютний ринок і його операційний механізм.
11.2. Валютна система та валютна політика.
11.3. Платіжний баланс та золотовалютні резерви.
11.4. Конвертація валюти та валютний курс.
11.5. Криптовалюта та технологія блокчейн.
11.6. Валютний дилінг у фінансових установах.

11.1. Валютний ринок і його операційний механізм

Валютний ринок є невід'ємною складовою грошового ринку у складі світового фінансового ринку. Він бере свій початок ще до нашої ери, коли в Єгипті з'явилися перші металеві гроші, а самі валюто-обмінні операції у їхньому сучасному розумінні виникли в середні віки. Це було пов'язано з розвитком міжнародної торгівлі та мореплавання. Першими «валютниками» вважаються італійські міняйли, які заробляли на обміні валют різних держав (розділ 2).

Із розвитком міжнародних відносин валютний ринок також змінювався. Найбільш значні зміни у його розвитку відбулися у XX–XXI ст. Набуття міжнародним валютним ринком сучасних рис розпочалося в 1970-х рр., коли система фіксованих курсів однієї валюти щодо іншої буда замінена системою плаваючих валютних курсів.

Об'єктивною передумовою функціонування валютного ринку є потреба економічних суб'єктів в обміні наявних у них грошових знаків на ті, що використовуються в інших країнах. Така потреба виникає у результаті розвитку міжнародних зв'язків, насамперед міжнародної торгівлі.

Валютний ринок – це система економіко-правових відносин, що виникають за здійснення операцій щодо купівлі або продажу іноземної валюти, платіжних документів в іноземних валютах, а також операцій, що опосередковують рух валютних цінностей.

На валютному ринку відбувається узгодження інтересів продавців і покупців валютних цінностей.

Західні економісти характеризують валютний ринок з організаційно-технічної точки зору як 1) мережу сучасних засобів зв'язку, що з'єднують національні та іноземні банки та брокерські фірми, та 2) сукупність конверсійних та депозитно-кредитних операцій в іноземних валютах, що здійснюються контрагентами-учасниками валютного ринку за ринковим курсом.

***Сучасний валютний ринок виконує такі функції*:**

1) забезпечення своєчасності міжнародних розрахунків;

2) створення можливостей для захисту від валютних і кредитних ризиків;

3) забезпечення взаємозв'язку грошових, кредитних і ринків цінних паперів світу;

4) створення можливостей для диверсифікації валютних резервів держави, банків, підприємств;

5) ринкове регулювання курсів валют на основі взаємодії попиту та пропозиції;

6) можливість реалізації валютної політики як частини державної економічної політики у рамках міждержавних угод;

7) надання можливостей для учасників валютного ринку отримання спекулятивного прибутку за рахунок арбітражних операцій, що не завжди залежить від фундаментальних економічних чинників.

***Сутність валютного ринку має такі якісні особливості*:**

– функціонування на принципах конкуренції, на яку впливають попит і пропозиція на валюту, прагнення отримати максимальний дохід;

– органічне доповнення конкуренції національним і наднаціональним регулюванням, тобто конкуренція стає більш регульованою. Різниця в валютних котируваннях навіть у межах 0,5 % викликає активізацію на цих ринках;

– послаблення елементів валютного ризику в процесі регулювання;

– посилення ролі регуляторів на національному та наднаціональному рівнях (у межах європейської валютної системи –

Європейський центральний банк, світового господарства – Міжнародний валютний фонд);

– зростаючий вплив валютних чинників на процес ціноутворення.

Основними учасниками валютного ринку **є:**

1) фізичні та юридичні особи – учасники зовнішньоекономічної діяльності;

2) банківські установи, які здійснюють валютне обслуговування зовнішніх зв'язків;

3) торговці, які за свої операції отримують комісійну винагороду;

4) державні установи та центральні банки окремих країн.

Серед учасників валютного ринку домінуючу роль відіграють транснаціональні банки, які здійснюють готівкові та безготівкові міжбанківські операції. Саме вони мають вирішальний вплив на валютні курси та валютний обіг.

Об'єктами валютного ринку є національні грошові одиниці, цінні папери, платіжні документи (чеки, векселі, акредитиви тощо).

Валютні операції – це контракти агентів валютного ринку щодо купівлі-продажу, розрахунків та надання в кредит іноземної валюти на визначених умовах (сума, обмінний курс, процентна ставка, період тощо) з виконанням на певний день. Відповідно до Закону України «Про валюту і валютні операції» від 21.06.2018 № 2473-VIII ***валютна операція*** – операція, що має хоча б одну з таких ознак:

а) операція, що пов'язана з переходом права власності на ***валютні цінності*** *(національна валюта (гривня), іноземна валюта та банківські метали)* та (або) права вимоги і пов'язаних з цим зобов'язань, предметом яких є валютні цінності, між резидентами, нерезидентами, а також резидентами і нерезидентами, крім операцій, що здійснюються між резидентами, якщо такими валютними цінностями є національна валюта;

б) торгівля валютними цінностями;

в) транскордонний переказ валютних цінностей та транскордонне переміщення валютних цінностей.

Торгівля валютними цінностями – операції з купівлі, продажу або обміну валютних цінностей, що здійснюються як у готівковій формі (для банківських металів – із фізичною поставкою), так і безготівковій формі (для банківських металів – без фізичної поставки).

Поточні конверсійні операції (з обміну однієї валюти на іншу), а також поточні депозитно-кредитні операції (на строк до одного року) становлять основну частку валютних операцій. Основна відмінність конверсійних операцій від депозитно-кредитних полягає в тому, що перші не мають терміну, тобто здійснюються в певний момент, тоді як депозитні операції мають різну тривалість та терміновість.

За видами операцій валютний ринок складається з трьох сегментів – готівкової валюти, термінових контрактів та ринку спот (валютні операції на термін упродовж двох банківських днів) (рис. 11.1).

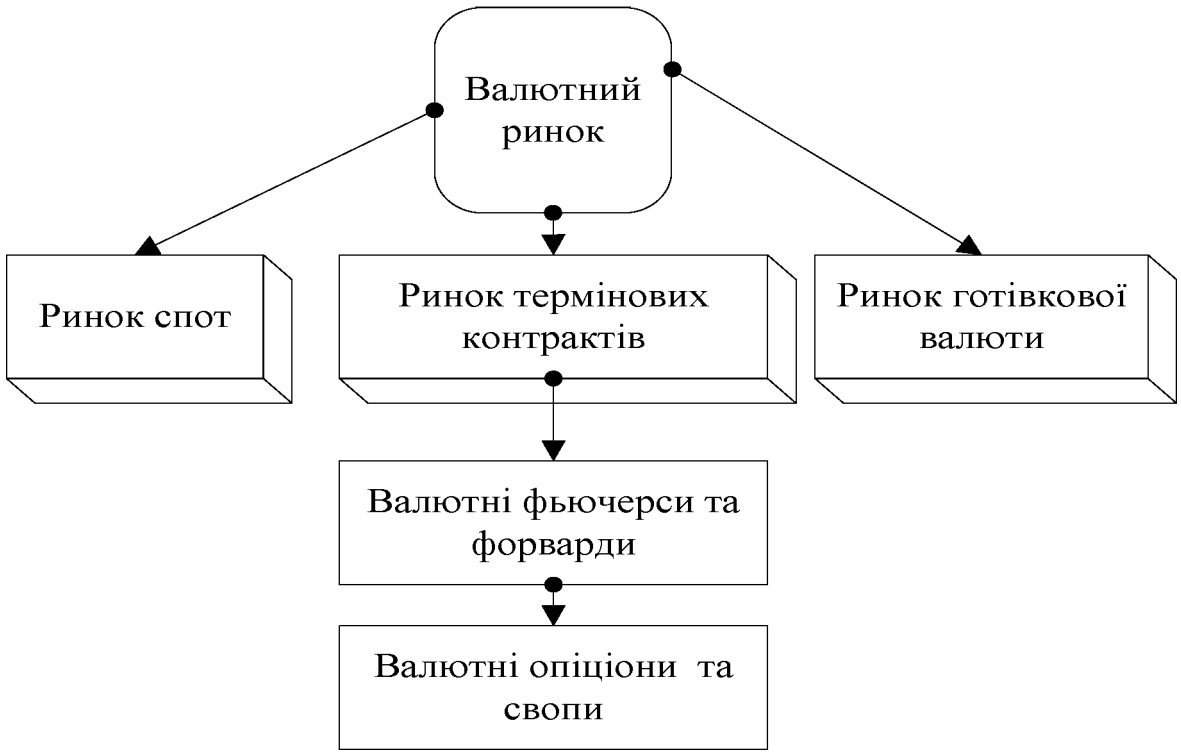


Рис. 11.1. Структура валютного ринку

Двома основними видами операцій на валютному ринку є операції на умовах спот (негайної оплати) та операції форвардного типу (між банком і клієнтом).

Угоди операції «своп» можна вважати фінансовими операціями, у процесі яких контрагенти одночасно купують і продають грошові потоки, що відрізняються за кодами валют, базисами розрахунку процентної ставки та іншими показниками.

До операцій на термін відносять валютні свопи, форварди, ф'ючерси, опціони. Валютні свопи включають свопи з іноземною валютою (*foreign exchange swap*) та самі валютні свопи. Перші передбачають фактичний обмін двома валютами (йдеться лише про основну суму угоди) за умови розрахунків за ними на різні дати з наперед обумовленим курсом, а також зворотний обмін двох валют на визначений час у майбутньому за наперед визначеним курсом (як правило, відмінним від курсу першої конверсійної угоди).

Валютні свопи (*currency swap*) – це угоди, що укладені між двома контрагентами для обміну потоками процентних платежів у різних валютах упродовж певного періоду, і, зазвичай, обмін основних сум у різних валютах за наперед узгодженим курсом.

Форвардні угоди аутрайт (*outright forward*) – це угоди щодо обміну однієї валюти на іншу за наперед установленим курсом із поставкою валюти пізніше, ніж на другий робочий день після дня укладення угоди. Ці фінансові інструменти також включають в себе угоди за форвардними ставками (*forward rate agreement, FRA*). Майже половина форвардних угод укладається на надкороткі терміни.

Валютний опціон (*currency option*) – це контракт, що дає право (але не обов'язок) одному з учасників угоди купити чи продати певну кількість іноземної валюти за фіксованою ціною протягом певного періоду, тоді як інший учасник за грошову премію зобов'язаний за потреби забезпечити реалізацію цього права (продати чи купити іноземну валюту за обумовленою ціною).

Серед строкових операцій найбільші темпи зростання мають ***біржові деривативи*** (*exchange traded derivatives*), до яких належать біржові валютні ф'ючерси та біржові валютні опціони. Зниження обсягів торгівлі позабіржовими валютними опціонами та зростання обсягів біржових опціонів і ф'ючерсів засвідчує тенденції

до впорядкування торгівлі фінансовими інструментами на фінансових ринках.

З формальної точки зору біржами на форексному ринку вважаються в основному фондові біржі, серед яких найбільшими є *NYSE Euronext*, що створена у 2007 р. у результаті злиття *New York Stoc Exchange (NYSE)* та *Euronext*, а також біржовий холдинг *CME Group*, що створений в 2007 р. у результаті злиття *Chicago Mercantile Exchange (CME)* й *Chicago Board of Trade (CBOT)*. Найімовірніше обсяги біржових деривативів зростатимуть і надалі за рахунок зменшення обсягів позабіржових валютних опціонів, оскільки саме нерегульований ринок позабіржових деривативів розглядається як одна з основних причин виникнення фінансових криз.

До найбільших валютних ринків світу належать валютні центри Нью-Йорка, Лондона, Парижа, Цюріха, Франкфурта-на-Майні, Сан-Франциско, Токіо, Мілана, Сінгапура, Гонконгу тощо. Валютний оборот у цих центрах за останні десятиліття значно збільшився. Так, якщо їхній середньорічний валютний оборот у кінці 1970-х рр. становив 200 млрд дол. США, то обсяги валютних операцій у кінці 90-х рр. досягли майже 100 млрд дол. на день, а у 2010 р. – 4 трлн дол. Більшу частину такого обороту забезпечують міжбанківські операції близько 750 найбільших комерційних банків і їх філій. На початку XX ст. до 60 % цінних паперів, що котирувалися на Лондонській фондовій біржі, були випущені іноземними емітентами, а нині на Нью-Йоркській фондовій біржі на іноземних емітентів припадає менше 9 % цінних паперів.

Частка Великобританії у загальному обороті валютного ринку становить 36,7 %. Друге місце традиційно посідають США (18 %), далі йдуть Японія (6 %), Сінгапур (5 %), Швейцарія (5 %), Гонконг (5 %) та Австралія (4 %). Раніше угоди щодо обміну валют між різними економічними агентами здійснювалися переважно на валютних біржах, де представники банків могли укласти валютні угоди. При цьому операції щодо обміну валют (наприклад, долари на євро), що проводяться одночасно на різних біржах (наприклад, у Лондоні та Сінгапурі або в Нью-Йорку), могли здійснюватися за різним курсом залежно від поточного попиту

та пропозиції на національних валютних ринках. Ця ситуація склалася через розірваність валютних ринків у просторі.

З високими темпами розвитку інформаційних технологій валютний ринок та технології торгівлі на ньому змінилися. Операції з валютою, що були привілеєм лише найбільших банків-монополістів, тепер є загальнодоступними завдяки системам електронної торгівлі. І найбільші банки також часто віддають перевагу торгівлі в електронних системах індивідуальним двостороннім операціям. На частку електронних торговельних систем сьогодні припадає 11 % загального обороту ринку *FOREX*.

Із розвитком сучасних засобів зв'язку та телекомунікацій (прямими телефонними або телексними лініями, а також з розвитком дилінгового обладнання) укладання валютних угод стало можливим не за допомогою прямого контакту (*face to face*), а опосередковано з дилінгових залів банків з використанням технічних засобів зв'язку. Нині функціонування валютних ринків не припиняється ні на хвилину. Свою роботу вони починають на Далекому Сході, у Новій Зеландії (Веллінгтон), проходячи послідовно часові пояси Сіднея, Токіо, Гонконгу, Сінгапура, Москви, Франкфурта-на-Майні, Лондоні та закінчуючи день у Нью-Йорку і Лос-Анджелесі. Відлік часових поясів традиційно ведеться від нульового меридіану, що проходить через Гринвіч (Лондон), а час має назву світового, або *GMT – Greenwich Meridian Time*. Залежно від сезону (літнього або зимового) час у різних фінансових центрах буде відрізнятися від часу *GMT*.

Зазвичай валютні та інші сегменти фінансових ринків країни працюють 8–9 годин. Характер торгівлі валютами та грошовими ресурсами може значно відрізнятися із включенням до роботи більш пізніх регіонів. Із самого ранку активно працюють азійські ринки, однак Сідней і Токіо вже закриваються, коли починає роботу європейський валютний ринок. Ринок у Нью-Йорку відкривається після обіду, Лондоні і Москві – під вечір. Досить зручне розташування Києва в середньому часовому поясі дозволяє вітчизняним банкам у робочі години зв'язуватися з основними валютно-фінансовими центрами: до полудня можна зв'язатися з токійським ринком, до обіду – сінгапурським; лондонський ринок

починає роботу приблизно об 11 годині ранку за київським часом, а після 16 години починаються операції в Нью-Йорку.

Можна укласти трансакції між різними фінансовими центрами, що перебувають у різних часових поясах. Наприклад, валютний дилер лондонського банку може телефоном одночасно укласти конверсійні угоди з банками у Сінгапурі та Франкфурті-на-Майні. У разі невідповідності курсу він купує валюту дешевше, наприклад, у Лондонському банку і продає її банку в Франкфурті-на-Майні дорожче. Діяльність мільйонів дилерів з різних банків, які використовують курсові різниці, привела до вирівнювання міжбанківських курсів валют у світі.

Нині торгівля валютою стала найпоширенішим видом фінансової діяльності. Це пов'язано з розвитком міжнародної торгівлі та відміною валютних обмежень у багатьох країнах. Понад 4 трлн дол. сягає денний оборот світового валютного ринку *FOREX* (*FOREX – FOReign EXchange),* не менше 80 % всіх угод становлять спекулятивні операції, що мають на меті отримання прибутку від гри на різниці валютних курсів. Ця гра приваблює безліч учасників як фінансових установ, так і індивідуальних інвесторів.

Останніми роками розширилися можливості участі на ринку *FOREX* для невеликих фірм і приватних осіб. Завдяки системі електронної торгівлі вихід на нього доступний особам із невеликим капіталом. Брокери, які надають послуги електронної торгівлі, вимагають внесення заставного депозиту і надають можливість клієнту здійснювати операції купівлі-продажу валют на суми у 40–50 разів більші за внесений депозит. Ризик втрат покладається на клієнта, а депозит слугує забезпеченням, що страхує брокера.

Брокерська фірма збирає дані про поточні котирування купівлі та продажу у великої кількості банків і повідомляє про них лініями прямого телефонного зв'язку всім зацікавленим особам. Інформаційна сторінка агентства *REUTERS* показує всім передплатникам із рейтеровським терміналом поточні значення валютного курсу, що котируються великими банками маркет-мейкерами (сторінка *EFX* = або *FXFX* для світових курсів валют).

REUTERS оприлюднює курси спот долара щодо основних валют, а також золота та срібла. Курси *Bid* і *Offer* окремих валют

(*REUTERS* використовує *ask* замість *offer*) постійно оновлюються постачальниками інформації, імена яких вказані скорочено. Під позначенням *Deal* вказуються коди сторін. Щоб зорієнтувати користувача щодо актуальності курсів, повідомляється час останнього введення даних. Найвищі та найнижчі курси завжди оновлюються о 21.50 за Гринвічем, що дає загальне уявлення про рух курсів за цей проміжок часу.

У цілому *світові валютні ринки характеризуються такими* ***особливостями***:

– міжнародний характер, що зумовлений розвитком глобалізації світогосподарських зв'язків, широким використанням електронних засобів зв'язку;

– безперервний характер реалізації операцій упродовж доби в усіх частинах світу;

– уніфікований характер валютних операцій;

– реалізація валютних операцій задля захисту від фінансових ризиків за допомогою хеджування;

– величезний обсяг спекулятивних і арбітражних операцій, що суттєво перевершують пов'язані з комерційними угодами реальні валютні операції;

– волатильність курсів валют, що не завжди залежить від фундаментальних макроекономічних чинників.

Інфраструктура валютного ринку є складною та різноманітною. При цьому процес формування та становлення професійних учасників цього ринку практично завершено. На поточному етапі інфраструктура світового валютного ринку вже сформована транснаціональними банками, ТНК, які зацікавлені в ефективному розміщенні валютних коштів, а також центральними банками країн, які проводять операції щодо розміщення своїх золотовалютних резервів. Необхідне також існування структур, які дозволять вигідно, безпечно та зручно провести операції з валютою на ринку *FOREX*. Вагому роль у світовому валютному ринку відіграють також служби фінансової інформації та дилінгові центри, які надають інформаційні послуги та забезпечують безпосередній доступ на ринок *FOREX* для торгівлі валютою.

11.2. Валютна система та валютна політика

З розвитком зовнішньоекономічних зв'язків виникла об'єктивна потреба у формуванні валютної системи. Валютна система – це державно-правова форма організації валютних відносин, що закріплена правовими нормами як національного законодавства, так і міждержавними угодами.

Історично спершу сформувалась національна валютна система із такими елементами:

1) *національна валюта.* Відповідно до Закону України «Про валюту та валютні операції» від 21.06.2018 № 2473-VIII ***національна валюта (гривня)***: а) грошові знаки грошової одиниці України – гривні у вигляді банкнот, монет, у т. ч. обігових, пам'ятних та ювілейних монет, і в інших формах, що перебувають в обігу та є законним платіжним засобом на території України, а також вилучені або такі, що вилучаються з обігу, але підлягають обміну на грошові знаки, що перебувають в обігу; б) кошти на рахунках у банках та інших фінансових установах, виражені у гривні; в) електронні гроші, номіновані у гривні;

2) *умови конвертованості національної валюти*, тобто обміну на іноземні валюти. Відповідно до Закону України «Про валюту і валютні операції» від 21.06.2018 № 2473-VIII *іноземна валюта*: а) грошові знаки грошових одиниць іноземних держав у вигляді банкнот, казначейських білетів, монет, що перебувають в обігу та є законним платіжним засобом на території відповідної іноземної держави або групи іноземних держав, а також вилучені або такі, що вилучаються з обігу, але підлягають обміну на грошові знаки, що перебувають в обігу; б) кошти на рахунках у банках та інших фінансових установах, виражені у грошових одиницях іноземних держав і міжнародних розрахункових (клірингових) одиницях (зокрема, у спеціальних правах запозичення), що належать до виплати в іноземній валюті; в) електронні гроші, номіновані у грошових одиницях іноземних держав та (або) банківських металах.

При цьому розрізняють: а) вільноконвертовані валюти, що без обмежень обмінюються на іноземні валюти. У Статуті МВФ з 1978 р. введено також поняття «вільновикористовувана валюта»,

до якої віднесено американський долар, колишню німецьку марку та французький франк, японську єну, англійський фунт стерлінгів; б) частково конвертовані валюти, наприклад гривня; в) неконвертовані валюти;

3) *режим валютного паритету* – співвідношення між двома валютами. Золотий паритет на основі вмісту золота у грошовій одиниці було скасовано у середині 1970-х рр. За Статутом МВФ, паритети валют можуть встановлюватися в СДР (*SDR – special drawing rights*) – спеціальних правах запозичення в іншій міжнародній валютній одиниці, але не в золоті. З середини 1970-х рр. використовуються паритети на базі валютного кошика[1], тобто порівняння середньозваженого курсу однієї грошової одиниці з певним набором інших валют;

4) *режим валютного курсу* (фіксований, регульований, плаваючий). Так, у Європейській валютній системі свого часу було встановлено обмеження взаємних коливань курсу дванадцяти валют ± 15 %; проте у більшості країн валютний курс є регульованим;

5) *валютні обмеження*. З приєднанням до ст. VIII Статуту МВФ у 1996 р. Україна скасувала певні валютні обмеження за торговими і неторговими операціями. Згідно з Законом України «Про валюту і валютні операції» від 21.06.2018 № 2473-VIII змінилась філософія валютного регулювання – «дозволено все, що не заборонено законом», що передбачає спрощення подальшого валютного регулювання та контролю;

6) *регулювання міжнародної валютної ліквідності країни*, що включає чотири компоненти (зокрема, офіційні золотовалютні резерви країн, рахунки у СДР, євро (замість ЕКЮ з 1999 р), резервну позицію у МВФ) і відображає спроможність країни погашати зовнішній борг та розраховуватися за імпорт;

7) *регламент використання міжнародних кредитних засобів обігу та форм міжнародних розрахунків*;

---

[1] Наприклад, валютна корзина СДР складається з п'яти вільновикористовуваних валют: до введення євро у 1999 р. частка американського долара становила близько 39 %, німецької марки – 21, японської єни – 18, французького франка та фунта стерлінгів – по 11 %.

8) *режими валютного ринку та ринку золота*;

9) *національні органи*, які регулюють валютні відносини (центральний банк, міністерство фінансів, спеціальні органи).

У результаті розвитку світових господарських зв'язків сформувалась світова валютна система, що орієнтована на досягнення глобальних цілей світового співтовариства і покликана забезпечити інтереси країн-учасниць.

Світова валютна система включає такі основні елементи:

1) функціональні форми грошей (золото, резервні валюти, міжнародні валютні одиниці);

2) регламентація умов конвертованості валют;

3) уніфікація режиму валютних паритетів і валютних курсів;

4) регламентація валютних обмежень (вимога МВФ до країн-членів скасувати обмеження за операціями з валютними цінностями за певний період);

5) регламентація складу компонентів міжнародної валютної ліквідності (наприклад, з 1970 р. МВФ увів в обіг нову міжнародну валютну одиницю – СДР, з 1979 р. Європейський фонд валютного співробітництва – європейську валютну одиницю – ЕКЮ, яку з січня 1999 р. було замінено на євро);

6) уніфікація правил використання міжнародних кредитних коштів (векселів, чеків тощо) та форм міжнародних розрахунків;

7) режими світових валютних ринків і ринків золота;

8) інститути міждержавного регулювання – Міжнародний валютний фонд та інші.

Особливості та стабільність світової валютної системи залежать від ступеня відповідності принципів побудови її структури принципам побудови світового господарства та інтересам розвинених країн. У разі їх невідповідності реальній ситуації у світовій економіці відбувається трансформація або зміна світової валютної системи через валютну кризу.

Розглянемо еволюцію становлення та розвитку світових валютних систем.

Паризька світова валютна система виникла першою і була заснована на золотомонетному стандарті, а юридично оформлена міждержавною угодою на Паризькій конференції провідних країн того часу у 1867 р. Її основні принципи наведено у табл. 11.1.

Таблиця 11.1

Основні принципи світових валютних систем

Паризька	Генуезька	Бреттон-Вудська	Ямайська	Європейська
Використання золотомонетного стандарту	Основою є золото і девізи – іноземні валюти. Використання національних кредитних грошей як міжнародних платіжно-резервних засобів	Статус долара та фунта стерлінгів як резервних валют	Заміна золотодевізного стандарту стандартом СДР, що формально оголошений основою валютних паритетів і курсів валют	Введення стандарту ЕКЮ замість СПЗ. Валютний кошик ЕКЮ із дванадцяти західноєвропейських валют. Заміна ЕКЮ з 1999 р. на євро – колективну європейську валюту
Карбування грошей монетними дворами у режимі золотого стандарту, перетворення зливків на монети. Доступність і вільність карбування, воно майже безкоштовне	Збереження золотих паритетів. Здійснення конверсії валют у золото не тільки безпосередньо (США, Франція, Великобританія), а й непрямо, через іноземні валюти (Німеччина і ще 30 країн)	Фіксовані золоті паритети і курси валют (коливання у межах ± 1 % паритету, а в Західній Європі – ± 0,75 %)	Збереження доларового стандарту, хоча офіційно долар не має статусу резервної валюти	Відновлення операцій з золотом. Золото і долари включені в механізм емісії ЕКЮ шляхом об'єднання 20 % офіційних золотодоларових резервів країн-членів ЄС. Центральні банки перевели 2,3 тис. т золота у розпорядження Європейського валютного інституту (до 1994 р. – Європейський фонд валютного співробітництва)
В обігу банкноти на тих же правах, що й золото, їх конвертація та забезпечення дорогоцінними металами	Відновлення режиму вільноплаваючих валютних курсів	Конвертованість доларових резервів іноземних центральних банків в золото через американське казначейство за офіційною ціною	Узаконення демонетизації золота, скасування золотих паритетів, конвертованість доларових авуарів в золото казначейством США для іноземних центральних банків і урядових органів	Режим спільного плавання курсів валют країн; межі їх взаємних коливань 2,25 %, з серпня 1993 року ± 15 % центрального курсу. Це «європейська валютна змія», адже графічне зображення цих коливань як рух змії. Якщо курс валюти виходить за допустимі межі, центральний банк зобов'язаний здійснювати валютну інтервенцію у національній валюті з метою стримування падіння курсу валюти і навпаки
Встановлення валютного курсу відповідно до золотого паритету, обмін національних валют на іноземні та золото без обмеження	Валютне регулювання у формі активної валютної політики через міжнародні конференції, наради	Незмінна офіційна ціна золота (35 дол. США за тройську унцію, що містить 31,1 г чистого золота)	Право країн вибрати будь-який режим валютного курсу, узаконення режиму плаваючих курсів з березня 1973 р.	

До утворення Паризької системи країни використовували золото або срібло як міру вартості грошей. Вперше ідея однакового стандарту для визначення валютного курсу виникла в Англії наприкінці XVIII ст., коли банки взяли золото за основу визначення курсу фунту стерлінгів. Згодом у Південній Африці були відкриті родовища золота, що остаточно затвердило вибір на користь золота. Срібло відійшло на другий план. Найвигіднішою ця система була для Нідерландів, США та Великої Британії, оскільки до 1914 р. лише вони мали право на вільне ввезення та вивезення золота.

Валютна криза періоду Першої світової війни завершилась створенням ***Генуезької світової валютної системи***, що була оформлена міждержавною угодою на Генуезькій міжнародній економічній конференції (1922). Вона набула поширення переважно в колоніях, а після закінчення війни – у більшості незалежних держав. Винятком залишалися тільки країни з конвертованими в золото національними валютами – країни резервних валют, щодо яких всі інші держави могли накопичувати резервні вимоги у формі банківських депозитів і казначейських векселів, що конвертовані в золото.

Таким чином, сформувалося два основних способи розміну національної валюти у золото: *прямий* – для валют, які виконували роль девізів (фунт стерлінгів, долар); *непрямий* – для всіх інших валют цієї системи. У період між Першою та Другою світовими війнами статус резервної валюти не був офіційно закріплений за жодною валютою.

У 1922–1928 рр. настала відносна валютна стабілізація, проте були певні проблеми, а саме: замість золотомонетного стандарту було введено урізані форми золотого монометалізму; процес стабілізації валют розтягнувся на декілька років, що зумовило валютні війни.

Бреттон-Вудська світова валютна система стала наступною і була оформлена угодою у Бреттон-Вудсі (США, 22 червня 1944 г.). Вона також базувалася на золотодевізному стандарті, причому вперше статус резервної валюти був юридично закріплений за доларом і фунтом стерлінгів. Політичні та економічні

переваги США (у 1949 р. 54,6 % капіталістичного промислового виробництва, 33 % експорту товарів, майже 75 % офіційних золотих резервів) визначили панівну роль долара. Важке валютно-економічне становище країн Західної Європи та Японії та залежність цих країн від США проявилися в їх «доларовому голоді» – гострій нестачі доларів.

Криза Бреттон-Вудської валютної системи з кінця 1960-х рр. зумовила появу іншої системи – Ямайської, яка була оформлена угодою країн – членів МВФ у Кінгстоні (Ямайка, січень 1976 р.).

Ямайська світова валютна система виявилась гнучкішою за попередню (табл. 11.1), краще забезпечувала пристосування країни до нестабільності платіжних балансів і валютних курсів. Але виникали і проблеми, пов'язані з: 1) неефективністю та обмеженістю стандарту СДР; 2) розбіжностями між юридичною демонетизацією золота та фактичним збереженням його статусу як світових грошей; 3) недосконалістю режиму плаваючих валютних курсів. Крім того, країни, що розвиваються, були незадоволені своїм залежним становищем у світовій валютній системі і вимагали її реформування з урахуванням своїх інтересів.

У березні 1979 р. у Західній Європі створено міжнародну (регіональну) валютну систему – ***Європейська валютна система (далі – ЄВС)***. Причиною її формування став розвиток західноєвропейської економічної та валютної інтеграції, що розпочався з організації «Спільного ринку» у 1957 р. (Римський договір). Метою ЄВС було стимулювання інтеграційних процесів, створення європейського політичного, економічного і валютного союзу, зміцнення позицій Західної Європи.

Колективне плавання курсу валют ЄС забезпечило їх відносну стабільність, хоча періодично відбувалися офіційні девальвації (зниження курсу) та ревальвації (підвищення курсу) (16 разів упродовж 1979–1993 рр.) Курс нестабільних валют (Ірландії, Італії, Бельгії, Данії та інших) знижувався, а курс «твердих» валют (Німеччини, Франції, Нідерландів та інших) підвищувався.

Для зміцнення ЄВС було укладено Маастрихтський договір (листопад 1994 р.) про поетапне формування політичного, економічного і валютного союзу (Європейського союзу, ЄС). Етапи формування валютної системи ЄС наведено у табл. 11.2.

Таблиця 11.2

Етапи формування валютної системи ЄС

Етапи	Зміст
1	Розпочався у липні 1990 р. Остаточне скасування валютних обмежень країн-членів наприкінці 1992 р. Велику увагу приділено зближенню рівнів економічного розвитку країн, зниженню темпів інфляції, скороченню бюджетного дефіциту
2	Основне завдання – формування нової інфраструктури та проведення інституційних реформ для забезпечення ефективного економічного та грошово-кредитного регулювання. Створення Європейського валютного інституту в складі керуючих дванадцяти центральних банків для підготовки до організації європейської системи центральних банків і емісії нової європейської валюти – євро. Розробка механізму координації економічної, у тому числі грошово-кредитної політики, на основі директив Ради міністрів ЄС і звітів його країн-членів перед Європарламентом про їхнє виконання. До порушників економічної (особливо бюджетної) дисципліни передбачено санкції у формі обмеження кредитів Європейського інвестиційного банку (ЄІБ), штрафів, безвідсоткового депозиту в ЄС до зниження бюджетного дефіциту. Передбачено допомогу ЄС на оздоровлення економіки в основному за рахунок спільних фондів і кредитів ЄІБ
3	1998–1999 рр. створення Європейського центрального банку та введення фіксованих взаємних валютних курсів відносно євро. У січні 1999 р. 11 з 15 країн ЄС ввели євро у формі запису на банківських рахунках для безготівкових розрахунків, а з 2002 р. – у готівковій формі

Однак ЄВС періодично стикається з труднощами, обумовленими різними темпами розвитку економік окремих країн, інфляцією, безробіттям, станом платіжного балансу, золотовалютних резервів країн. Ряд країн (Ірландія, Греція, Португалія та інші) вимагають збільшення дотацій із загального бюджету ЄС для фінансування своїх відсталих районів у рамках регіональної політики. Зовнішні фактори (особливо коливання курсу долара) також ускладнюють функціонування ЄВС.

Валютна система України в умовах переходу до ринку формується з урахуванням структурних принципів Ямайської валютної системи, оскільки наша країна приєдналася до МВФ ще в 1996 р. та трансформується з урахуванням принципів побудови ЄВС.

У рамках реалізації валютної політики держави її конкретні завдання на різних етапах історичного розвитку визначаються економічним становищем країни, процесами, що відбуваються в системі світового господарства, позиціонуванням країни на світовій арені. Залежно від цих чинників кожна країна визначає напрями та форми цієї політики. Наприклад, на одному етапі необхідно зосередити зусилля на подоланні наслідків валютної кризи, на іншому – спрямувати основні зусилля на стабілізацію та зміцнення національної валюти.

Валютна політика держави – це сукупність заходів держави у сфері валютних відносин, що здійснюються відповідно до поточних і стратегічних цілей країни. Вона є складовою загальної економічної політики і спрямована на забезпечення стійкого економічного зростання; стримування рівня безробіття та інфляції; рівноваги платіжного балансу; розширення зовнішньоекономічної діяльності та світогосподарських зв'язків. Залежно від цілей розрізняють поточну та довгострокову (структурну) валютну політику (рис. 11.2).

Поточна валютна політика – це система заходів регулювання окремих параметрів валютного ринку (валютного курсу, валютних операцій тощо). Її завдання полягає у забезпеченні стабільного функціонування національних і міжнародних валютних ринків, оперативному регулюванні валютного курсу, валютних операцій.

Довготривала (структурна) валютна політика – це система заходів щодо підтримки сформованого стану або модифікації валютної системи, валютного ринку в цілому, наприклад через проведення валютних реформ та послідовних змін таких ключових елементів валютної системи, як порядок проведення міжнародних розрахунків, режим валютних курсів і паритетів, використання золота і резервних валют, міжнародних платіжних засобів. Така політика орієнтована на тривалий період. Об'єктивні фактори, що визначають напрями проведення довгострокової валютної політики, – це посилення економічної взаємозалежності національних господарств і зміна їхньої ролі у світовому господарстві, а основні методи реалізації – міждержавні переговори та угоди, валютні реформи.



Рис. 11.2. Види та завдання валютної політики

Основними *формами валютної політики* держави є дисконтна, девізна політика та її різновиди – валютна інтервенція, диверсифікація валютних резервів, режим валютного курсу, девальвація, ревальвація, валютні обмеження, валютне регулювання, валютний контроль.

Дисконтна політика як елемент поточної валютної політики держави полягає у використанні облікової ставки процента для регулювання руху інвестицій, балансування платіжних зобов'язань, коригування валютного курсу. Вона впливає на внутрішню економіку та сферу міжнародних економічних відносин, зокрема стан грошового попиту, динаміку та рівень цін, рух інвестицій.

Дисконтна політика характеризується короткочасністю і порівняно низькою ефективністю. Це пояснюється суперечністю її внутрішніх і зовнішніх цілей: якщо процентні ставки знижуються з метою пожвавлення кон'юнктури, то це викликає відплив капіталів

і негативно впливає на платіжний баланс. Але підвищення облікової ставки з метою поліпшення платіжного балансу та підвищення курсу негативно впливає на економіку і погіршує кон'юнктуру ринку. Результативність дисконтної політики залежить від обсягів припливу в країну іноземного капіталу, але в умовах нестабільності процентні ставки не завжди визначають рух капіталів.

Девізна політика полягає у регулюванні валютного курсу шляхом купівлі-продажу іноземної валюти з використанням валютної інтервенції, а також у застосуванні валютних обмежень. ***Валютна інтервенція*** – це метод впливу державних органів (насамперед центрального банку) на курс національної валюти з метою його зміни. Центральний банк продає іноземну валюту в обмін на національну для підвищення курсу, а для зниження – скуповує і впливає на співвідношення попиту і пропозиції валюти на національному ринку. Для покриття витрат іноземної валюти за проведення інтервенції використовуються офіційні золотовалютні резерви або взаємні кредити центральних банків за міжбанківськими угодами.

Девізна політика здійснюється з метою: а) утримання курсу на заданому рівні (у діапазоні); б) згладжування різких коливань; в) підтримання необхідної динаміки курсу; г) поповнення валютних резервів. Валютні інтервенції здійснюються за рахунок офіційних золотовалютних резервів або короткострокових взаємних кредитів центральних банків. Девізну політику характеризують великі масштаби та короткий період застосування.

Валютні резерви – кошти, що призначені переважно для міжнародних розрахунків на випадок непередбачених ситуацій, а також для цілей отримання доходу та регулювання валютного ринку, формування офіційних запасів іноземної валюти в центральному банку та фінансових органах країни.

Диверсифікація валютних резервів – регулювання структури валютних резервів за рахунок включення до їхнього складу різних валют з метою забезпечення міжнародних розрахунків, проведення валютних інтервенцій і захисту від валютних втрат. Більш детально вона розглядатиметься у підрозділі 11.3.

Режим валютних курсів та паритетів – встановлення порядку визначення офіційних валютних курсів і меж їх коливань.

Девальвація – зниження курсу національної валюти щодо іноземних валют (міжнародних грошових одиниць, золота).

Ревальвація – підвищення курсу національної валюти щодо іноземних валют (міжнародних грошових одиниць, золота).

Поняття девальвації / ревальвації залежить від валютної системи. У системі золотого стандарту йшлося про девальвацію/ревальвацію за зменшення/збільшення золотого вмісту грошової одиниці. За фіксованих валютних курсів під девальвацією/ревальвацією розуміли зміну не тільки золотого вмісту, а й курсу національних валют до іноземних. У нинішніх умовах плаваючих валютних курсів ці терміни означають відносно тривале і значне зниження ринкового курсу валют.

Відсотки девальвації (Д) та ревальвації (Р) валюти *A* щодо валюти *B* розраховуються так:

$$\Delta ВК = \frac{ВК_2 - ВК_1}{ВК_1} * 100\ \%, \qquad (11.1)$$

де $\Delta ВК$ – зміна курсу валюти *A* щодо валюти *B*; якщо це значення позитивне – відбувалася девальвація, якщо від'ємне – ревальвація; $ВК_1$ – попередній курс валюти *A* щодо валюти *B*; $ВК_2$ – новий курс валюти *A* щодо валюти *B*.

Ефективним інструментом здійснення валютної політики є введення валютних обмежень на певні валютні операції. Операції з іноземною валютою та цінними паперами в іноземній валюті поділяються на поточні валютні операції та валютні операції, що пов'язані з рухом капіталу. Перші, на відміну від других, не підлягають валютному контролю і валютному регулюванню.

Валютні обмеження – встановлена у законодавчому та адміністративному порядку сукупність правил і норм щодо обмеження операцій з іноземною валютою, золотом та іншими валютними цінностями (регулювання ввезення та вивезення, переказів валюти, заборона вільного продажу, державний контроль за валютними операціями, обов'язковий продаж частини валютної виручки підприємств).

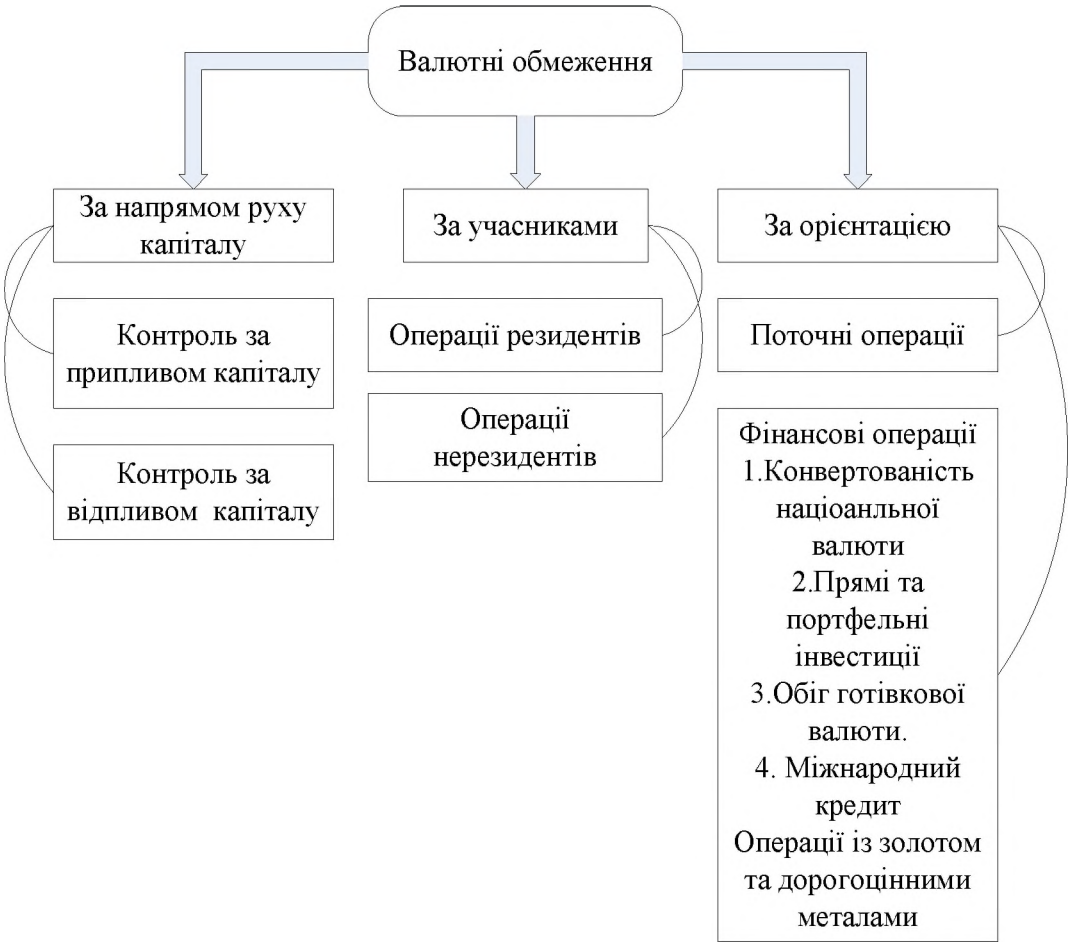


Рис. 11.3. Класифікація валютних обмежень

Валютні обмеження встановлюються переважно на «вхідний» або «вихідний» з країни капітал. Вони можуть додаватися до поточних або фінансових операцій платіжного балансу, операцій резидентів і нерезидентів. Обмеження можуть вводитися у формі повної заборони на проведення операції (наприклад, заборона купівлі-продажу національних товарів, послуг за іноземну валюту) або обмежень за кількістю та часом проведення операцій.

Валютні обмеження вводяться в таких формах: регламентація, обмеження або заборона.

Регламентація – це встановлення порядку проведення операцій «без обмеження», але з дотриманням певних умов. До таких умов належать паспорти угоди для перетину митного кордону, звітність про валютні операції, встановлення кількісних та часових обмежень на перекази, купівлю-продаж іноземної валюти (зокрема, нормативу та термінів обов'язкового продажу), встановлюється диференціація валютних рахунків.

Обмеження – це встановлення дозвільного порядку проведення операцій. У цьому випадку для проведення операції необхідно отримати дозвіл (на конкретну операцію) або ліцензію (на суму чи термін). Наприклад, на придбання іноземної валюти, її переказ, відкриття валютного рахунку за кордоном, взаємозалік вимог за проведення багатоетапних схем розрахунків тощо.

Заборона – це повна заборона на проведення певних операцій. Наприклад, розрахунки іноземною валютою, купівля-продаж валюти, оминаючи банки, а у деяких країнах повна заборона проведення валютних операцій учасниками ринку, крім уповноважених державою установ.

Інструменти валютного регулювання застосовуються за такими напрямами:

1) регулювання операцій з іноземною валютою фізичних осіб (порядок купівлі-продажу, ввезення-вивезення, переказу іноземної валюти та іменних платіжних документів тощо);

2) регулювання зовнішньоекономічних операцій підприємств і організацій. З цією метою здійснюється: а) ліцензування зовнішньоекономічної діяльності; б) диференціація валютних рахунків; в) визначення порядку купівлі-продажу цінних паперів (резидентами за іноземну валюту і нерезидентами за національну); г) обмеження або спеціальні порядки розрахунків між фірмами за товари, роботи (послуги); д) заборона (обмеження суми) погашення кредитів іноземною валютою.

Принципи валютного регулювання в Україні наведено у табл. 11.3.

Важливою формою валютної політики є валютний контроль. ***Валютний контроль*** – це визначення ступеня відповідності (невідповідності) реального процесу ведення валютних операцій встановленим валютним обмеженням. Його метою є забезпечення дотримання валютного законодавства за здійснення валютних операцій. У науковій літературі це поняття вживається у широкому і вузькому сенсі.

У широкому сенсі поняття «валютний контроль» відповідає поняттю *foreign exchange (currency) control* – введення державою валютних обмежень відповідно до валютної політики. Умовами

здійснення валютного контролю є: а) наявність валютних обмежень на валютному ринку; б) законодавча регламентація обліку та звітності за валютними операціями.

Таблиця 11.3

Принципи валютного регулювання в Україні

1. Свобода здійснення валютних операцій	2. Ризикоорієнтованість, прозорість, достатність та ефективність валютного регулювання	3. Самостійність та ринковість валютного регулювання
– право фізичних і юридичних осіб-резидентів укладати угоди з резидентами та (або) нерезидентами та виконувати зобов'язання, пов'язані з цими угодами, у національній чи іноземній валюті, у тому числі відкривати рахунки у фінансових установах інших країн; – право фізичних і юридичних осіб-резидентів придбавати валютні цінності, активи за кордоном, переміщувати через митний кордон України валютні цінності; – запровадження обмежень і заходів захисту виключно з підстав та у порядку, визначених законом, з метою забезпечення стабільності фінансової системи і рівноваги платіжного балансу України; – недопущення неправомірного і необґрунтованого втручання держави у валютні операції	– спрямованість на забезпечення фінансової стабільності, економічного і соціального розвитку; – відповідність заходів захисту, строків їхнього запровадження та обсягів, пов'язаних з ними валютних обмежень масштабам і структурі системних ризиків, що загрожують фінансовій стабільності; – обґрунтованість запровадження та подовження строку дії заходів захисту; – тимчасовий характер дії заходів захисту; – підзвітність та публічність НБУ під час запровадження заходів захисту, подовження строку їхнього дії, оцінки результативності застосування заходів захисту; – пріоритетність менш дискримінаційних інструментів валютного регулювання над більш дискримінаційними та пропорційності застосування таких інструментів; – пріоритетність ринкових інструментів валютного регулювання над адміністративними	– гнучкість валютного курсу; – незалежність НБУ у формуванні та реалізації валютної і монетарної політики у межах, визначених законом

Валютний контроль у вузькому сенсі відповідає поняттю *control of foreign exchange (currency) transaction*, або валютний нагляд – це безперервний нагляд, перевірка регламентів проведення валютних операцій з метою приведення у відповідність до розроблених норм.

Методи валютного контролю поділяються на прямі та непрямі. Непрямі методи являють собою контроль за рівнем цін, обсягами та напрямом валютних платежів. Прямі методи полягають у контролі за обґрунтованістю проведення валютних операцій.

Учасники зовнішньоекономічної діяльності прагнуть ухилитися від дотримання валютних обмежень за допомогою:

– маніпулювання цінами в рахунках (заниження реальних експортних або завищення імпортних цін);

– продажу товару в країни, на валюти яких не поширюються валютні обмеження;

– взаємозаліків експортної виручки;

– хабарів (цінні подарунки, послуги).

Унаслідок обмежувальних заходів валютної політики відбувається захист доходів населення та товарної маси всередині країни; значно зменшується ймовірність стійкого завищення реального валютного курсу та зниження купівельної спроможності національної валюти.

Валютні обмеження та валютний контроль за вхідним капіталом дозволяють зменшити негативні наслідки значного припливу капіталу. Це може бути легалізація (відмивання) «брудних» грошей, що спричиняє криміналізацію економіки. Інший негативний наслідок – загроза ліквідації національної промисловості шляхом придбання підприємств іноземцями.

Отже, валютне регулювання та контроль мають як позитивні, так і негативні наслідки, проте вони необхідні для кожної країни.

НБУ продовжує пом'якшувати монетарну політику шляхом лібералізації валютного регулювання із дотриманням Концепції нового валютного регулювання. Вона фокусується насамперед на усуненні бар'єрів для зовнішньоторговельних операцій та припливу прямих іноземних інвестицій, зокрема через:

1) скасування тимчасової норми, згідно з якою скорочувався максимальний строк для розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів до 120 днів. З 2017 р. максимальний строк розрахунків становить 180 днів;

2) надання можливості іноземними інвесторами повертати вкладені в Україну кошти. Досі було заборонено купувати та перераховувати іноземну валюту для виведення коштів, що отримані цими інвесторами, від продажу корпоративних прав, цінних паперів, зменшення статутних капіталів юридичних осіб, виходу з господарських товариств. Водночас для запобігання відпливу капіталу через тіньові схеми НБУ стежитиме, щоб ці операції відповідали визначеному переліку умов;

3) надання можливості бізнесу достроково погашати зовнішню заборгованість, якщо як забезпечення розрахунків за цими операціями (з використанням гарантій, резервних акредитивів, через уповноважені банки та/або іноземні банки) було надано зобов'язання міжнародних фінансових організацій.

Юридично валютна політика оформляється валютним законодавством. ***Валютне законодавство*** – це система правових норм, що визначають принципи валютних обмежень, закріплюють порядок здійснення валютних операцій і повноваження органів та агентів валютного регулювання. Відповідно до валютного законодавства будується система управління валютним ринком, що включає прогнозування його змін, послідовне проведення обліку, контролю та регулювання.

Ефективність валютної політики визначається відповідно до її спроможності забезпечувати такі характеристики економіки, як: а) відкритість; б) прозорість; в) нейтральність.

Відкритість економіки визначається відношенням обсягу експорту та імпорту до ВВП (національного доходу):

$$B = (E + I) / ВВП). \qquad (11.2)$$

Більш детально економічну політику характеризує не проста, а так звана інституційна відкритість. Економіка вважається більш відкритою, якщо резиденти стикаються з меншим числом обмежень (зокрема, валютних) при виході на зовнішній ринок,

так само як і нерезиденти при виході на національний ринок. Кількісно рівень інституційної відкритості визначається так:

$$IB = (T + S + Q + F + L)/(E + I), \qquad (11.3)$$

де IB – рівень інституційної відкритості; T – непрямі податки; S – зовнішньоторговельні (експортні та імпортні) субсидії; Q – зовнішньоторговельні (експортні та імпортні) мита; F – валютні обмеження; L – ліцензії (квоти); E – експорт; I – імпорт.

Прозорість економіки означає, що вона регулюється за допомогою усталених і чітких, що не допускають двозначного тлумачення, правил законодавства (зокрема, і валютного), але не періодичними вказівками органів валютного контролю. Розраховується так:

$$P = NL1 / NL2, \qquad (11.4)$$

де P – ступінь прозорості; $NL1$ – кількість законів і підзаконних актів; $NL2$ – кількість інструктивних листів, роз'яснень.

Нейтральність економіки – це відношення обсягу обмежень експорту товару (робіт, послуг) та імпорту капіталу, з одного боку, до імпорту товару (робіт, послуг) і експорту капіталу – з іншого. Індекс нейтральності розраховується так:

$$N = (S_e - F_e) / (F_m - S_m + d), \qquad (11.5)$$

де N – індекс нейтральності; S_e, і S_i – експортні та імпортні субсидії; F_e, F_i – експортні та імпортні валютні обмеження; d – різниця між реальним та офіційним валютними курсами.

11.3. Платіжний баланс та золотовалютні резерви

Особливе місце в механізмі валютного регулювання займають платіжний баланс та золотовалютні резерви.

Платіжний баланс – це співвідношення всієї сукупності надходжень із-за кордону та платежів за кордон за певний період (рік, квартал, місяць).

За формою платіжний баланс становить статистичний звіт про надходження валютних коштів у країну та витрачання їх за

певний період у розрізі окремих статей, країн, груп країн; за економічним змістом – це макроекономічна модель, що характеризує стан і динаміку зовнішньоекономічних відносин певної країни із зовнішнім світом.

Сальдо платіжного балансу – різниця між доходами та витратами за зовнішньоекономічними операціями. Якщо надходження платежів перевищує видатки, платіжний баланс вважають *активним* (таким, що має позитивне сальдо); у протилежному випадку – *пасивним* (таким, що має від'ємне сальдо). Міжнародні поточні розрахунки між країнами здійснюються у відповідних національних валютах, згідно з валютними курсами, або у твердій конвертованій валюті.

Основа платіжного балансу – групування всіх видів угод, результати яких пов'язані зі зростанням потреб у товарах і послугах або з надходженням іноземної валюти в країну. Він складається за принципом подвійного рахунку, тобто кожна угода записується на двох рахунках: дебетовому, що свідчить про надходження товару на цей рахунок, та кредитовому, що характеризує надання товару або виплату коштів з цього рахунку. Експорт товарів і послуг, приплив капіталу фіксуються на кредитовому рахунку зі знаком «+». Імпорт товарів, іноземних інвестицій, позик і кредитів, що відправляються за кордон, відображаються на дебетовому рахунку зі знаком «–».

Платіжні баланси не можуть бути незбалансованими, адже всі три їхні складові (рахунок поточних операцій, рахунок капіталів, розрахунки з офіційних міжнародних резервів) у сумі повинні дорівнювати нулю. Коли зазначають про дефіцит платіжного балансу, то йдеться про баланс рахунків поточних операцій та руху капіталів.

Згідно зі схемою та методикою Міжнародного валютного фонду платіжний баланс в Україні включає торговельний баланс; платежі та надходження за послуги, некомерційні платежі, доходи від зарубіжних інвестицій, рух довгострокового та короткострокового капіталів і валютних резервів. Елементи платіжного балансу містять (рис. 11.4):



Рис. 11.4. Структура платіжного балансу

1. Торговельний баланс – це співвідношення вартості експорту та імпорту країни з її торговельними партнерами. Якщо експорт перевищує імпорт, то він вважається позитивним (або активним), а якщо навпаки – негативним (або пасивним). Крім того, у першому розділі платіжного балансу відображається торгівля послугами (туризм, послуги зв'язку, утримання військових баз за кордоном та інші). Загальний підсумок за торговельним балансом й обліку послуг показує *сальдо поточних операцій*.

2. Баланс послуг і некомерційних платежів – це платежі та надходження: за користування іноземним транспортом; розрахунки за страхування; оплата поштово-телеграфних послуг, комісійних операцій, туризму, культурного обміну, приватних переказів (заробітної плати, спадщини, стипендій, пенсій), утримання дипломатичних і торгових представництв; доходи від інвестицій (проценти та дивіденди); платежі за ліцензії, технічну допомогу, гонорари, використання винаходів і військові витрати за кордоном.

Торговельний баланс і баланс послуг та некомерційних платежів утворюють баланс (рахунок) поточних операцій (*поточний платіжний баланс*), у якому відображається процес обліку товарів і послуг, а також односторонні разові платежі.

3. Баланс руху капіталів (рахунок операцій з капіталом) відображає купівлю та продаж закордонних активів, отримання довгострокових і короткострокових позик. Кошти, що надані іншим державам або іноземним підприємствам, розглядаються як *відплив капіталу*, а позики, що одержані від інших держав, – як *приплив*. Баланс руху капіталів фіксує надходження в Україну з інших держав інвестицій та кредитів, а також рух капіталів за кордон. Вони можуть використовуватися для придбання матеріальних або фінансових активів. Існує тісний взаємозв'язок між балансом поточних операцій і балансом руху капіталів.

Під час публікації платіжний баланс можна представити у стандартній (нейтральній) або аналітичній формі.

У стандартній формі товари, послуги та поточні трансферти об'єднуються у рахунку поточних операцій, а капітальні трансферти, прямі та портфельні інвестиції, фінансові похідні, інші інвестиції та резервні активи – у рахунок операцій з капіталом та фінансовими інструментами.

Аналітична форма передбачає виведення активного або пасивного сальдо платіжного балансу, яке повинно визначатися як сумарний результат незалежних, автономних операцій поточного та капітального характеру, що здійснюються резидентами та нерезидентами, і так виявляти спрямованість зовнішньоекономічної діяльності країни. Нижче наведено платіжний баланс України в аналітичній формі.

Підсумовування розділів балансу з урахуванням статті «Помилки та упущення» дозволяє вивести *підсумковий (зведений) баланс*, який може мати позитивне або негативне сальдо. Якщо підсумкове сальдо позитивне, країна збільшує свої вимоги до інших країн і, відповідно, на таку ж суму зменшуються її зобов'язання щодо них. І навпаки, якщо підсумкове сальдо балансу негативне, країна повинна збільшити свої зобов'язання щодо інших країн для покриття дефіциту платіжного балансу.

Таблиця 11.4

Платіжний баланс України у 2017 р., млн дол. США*

Статті балансу	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	Рік
А. Рахунок поточних операцій	-486	201	-1230	-931	-2446
Баланс товарів та послуг	-1348	-1730	-2694	-2838	-8610
Баланс товарів	-1451	-1923	-2828	-3170	-9372
Експорт товарів	9597	9392	9710	10990	39689
Імпорт товарів	11048	11315	12538	14160	49061
Баланс послуг	103	193	134	332	762
Експорт послуг	3047	3504	3863	3673	14087
Імпорт послуг	2944	3311	3729	3341	13325
Баланс первинних доходів	14	1088	621	932	2655
Надходження	1831	2298	2559	2717	9405
Виплати	1817	1210	1938	1785	6750
Оплата праці (баланс)	1780	2247	2502	2657	9186
Надходження	1788	2255	2508	2662	9213
Виплати	8	8	6	5	27
Доходи від інвестицій (баланс)	-1766	-1159	-1881	-1725	-6531
Надходження	43	43	51	55	192
Виплати	1809	1202	1932	1780	6723
Баланс вторинних доходів	848	843	843	975	3509
Надходження	1077	1125	1185	1336	4723
Виплати	229	282	342	361	1214
В. Рахунок операцій з капіталом	6	-4	9	-15	-4
Чисте кредитування (+) / чисте запозичення (–) (= А + В)	-480	197	-1221	-946	-2450
С. Фінансовий рахунок	104	-1436	-2091	-1593	-5016
Прямі інвестиції (сальдо)	-593	-1062	-503	-435	-2593
Прямі інвестиції: активи	1	-192	240	185	234
Прямі інвестиції: пасиви	594	870	743	620	2827
Портфельні інвестиції (сальдо)	68	-274	-1443	-151	-1800
Портфельні інвестиції: активи	0	0	1	2	3
Портфельні інвестиції: пасиви	-68	274	1444	153	1803
Акціонерний капітал	2	6	27	75	110
Боргові цінні папери	-70	268	1417	78	1693
Сектор державного управління	-40	15	1426	95	1496
Банки	-28	-38	-17	-17	-100
Інші сектори	-2	291	8	0	297
Інші інвестиції (сальдо)	1002	322	-914	-300	110
Інші інвестиції: активи	842	897	-360	-503	876
Центральний банк	-24	2	3	8	-11
Банки	275	253	328	-1609	-753
Інші сектори	591	642	-691	1074	1616
Інші інвестиції: пасиви	-160	575	554	-203	766
Центральний банк	100	0	0	0	100
Сектор державного управління	-42	570	-73	75	530
Банки	-513	-564	-260	-185	-1522
Інші сектори	295	569	887	-93	1658
Довгострокові кредити	-300	-98	115	-265	-548

Продовження таблиці 11.4

Короткострокові кредити	467	-54	134	60	607
Торгові кредити	128	721	638	112	1599
Помилки та упущення	373	422	-769	707	733
D. Зведений баланс (= A + B – C)	-584	1633	870	647	2566
E. Резерви та пов'язані статті	-584	1633	870	647	2566
Резервні активи	-584	2629	507	121	2673
Кредити МВФ	0	996	-363	-526	107

* *Примітка: без урахування окупованих територій (Криму, Севастополя, частини Донбасу).*

Отже, платіжний баланс є основним статистичним документом, що відображає зовнішньоекономічні операції України. Його стан має важливі наслідки для економіки: сильні коливання сальдо з поточних операцій (у той чи інший бік) небажані, оскільки різке збільшення позитивного сальдо призводить до швидкого зростання грошової маси й тим самим стимулює інфляцію, а різке збільшення негативного сальдо може спричинити девальвацію валюти. Саме тому держава активно регулює цей баланс за допомогою операцій з офіційними міжнародними резервами та регулювання обмінного курсу.

Платіжний баланс відіграє важливу роль у розробці та реалізації валютної політики через механізм золотовалютних резервів. Цей зв'язок можна виразити кількісно у вигляді:

$$ПР_в = ЗВ_1 + НВ - ЗВ_2, \quad (11.6)$$

де $ПР_в$ – пропозиція іноземної валюти упродовж звітного періоду; $ЗВ_1$ – залишки іноземної валюти в учасників валютного ринку на початок періоду; НВ – надходження іноземної валюти упродовж звітного періоду за платіжним балансом; $ЗВ_2$ – залишки іноземної валюти у суб'єктів ринку наприкінці періоду.

$$ПО_в = БЗ_1 + ПВ + БЗ_2, \quad (11.7)$$

де $ПО_в$ – попит на іноземну валюту впродовж звітного періоду; $БЗ_1$ – боргові зобов'язання резидентів перед нерезидентами на початок періоду; ПВ – валютні платежі впродовж періоду за платіжним балансом; $БЗ_2$ – боргові зобов'язання резидентів перед нерезидентами наприкінці періоду.

З наведених формул можна зробити висновок, що попит ($ПО_в$) і пропозиція ($ПР_в$) на валютному ринку врівноважуватимуться за умови збалансованості надходжень валюти (НВ) та валютних платежів (ПВ).

Таким чином, механізм формування офіційних золотовалютних резервів (ЗВР) є інструментом регулювання платіжного балансу, і навпаки, активне сальдо платіжного балансу сприяє зростанню золотовалютних резервів, а пасивне – їхньому зменшенню.

У цілому ***золотовалютні резерви*** – це запаси іноземних фінансових активів та золота, що належать державі, перебувають у розпорядженні органів грошово-кредитного регулювання і можуть бути реально використані на регулятивні та інші потреби, що мають загальноекономічне значення. Ці потреби визначають цілі їхнього використання, основними з яких є:

– трансакційна – на обслуговування зв'язків національної економіки зі світовою, забезпечення країни достатнім запасом міжнародних платіжних засобів для своєчасних розрахунків за зовнішніми зобов'язаннями;

– інтервенційна, що полягає у підтримці зовнішньої та внутрішньої вартості національних грошей через забезпечення можливості держави проводити інтервенції на ринку грошей для збалансування попиту та пропозиції на них.

До функцій золотовалютних резервів віднесено:

1) фінансування від'ємного сальдо балансу поточних операцій країни;

2) обслуговування валютних зобов'язань, зокрема державного зовнішнього боргу;

3) проведення валютної політики, насамперед регулювання волатильності та рівня обмінного курсу національної валюти;

4) забезпечення ліквідності на фінансових ринках за кризовими явищами;

5) формування заощаджень держави, запасу її міжнародної ліквідності;

6) отримання прибутку під час здійснення фінансових операцій.

Джерела формування золотовалютних резервів наведено на рис. 11.5.



Рис. 11.5. Джерела формування золотовалютних резервів

Крім нагромадження золотовалютних резервів, важливе значення має їхнє розміщення, що забезпечує страхування їх від знецінення та одержання додаткових доходів. Тому такі резерви зазвичай тримають у кількох найміцніших валютах як міжнародних платіжних засобах (долар США, євро, фунт стерлінгів тощо). Валютні резерви зберігаються на високодохідних депозитних рахунках у найнадійніших банках-нерезидентах. Певна частина їх розміщується також у високодохідних цінних паперах надійних емітентів, зокрема в коротко- та довгострокових зобов'язаннях уряду США та інших країн. Незначна частина резервів може зберігатися центральними банками у готівковій формі для забезпечення поточних потреб у готівці на внутрішньому ринку. Ці активи не дають доходу, отже, їхні розміри мінімізовані. Країни-члени МВФ частину своїх резервів зберігають у вигляді резервного внеску у Фонді та у вигляді запасу СДР.

Золота складова золотовалютних резервів не приносить центральним банкам суттєвих доходів, проте ціни на золото коливаються, що зумовлює збереження багатьма країнами частини своїх

резервних активів саме у золоті, підтримання його традиційного видобування в одних країнах та організацію нового видобування в інших.

Розміри золотовалютних резервів як запасу міжнародної ліквідності визначаються:

– обсягами платежів за зовнішніми зобов'язаннями держави та суб'єктів господарювання;

– рівнем збалансованості платіжного балансу країни;

– рівнем інтегрованості національної економіки у світову та легкістю доступу резидентів до міжнародних валютних ринків.

Враховуючи функції, що їх виконують офіційні резерви, та специфіку фінансового стану країн, фахівцями було розроблено та реалізовано на практиці *критерії адекватності суми резервів*, зокрема критерії *Редді* (Індія), *Гвідотті* (Аргентина), *Грінспена* (США).

Сутність *критерію Редді*: при визначенні рівня достатності міжнародних валютних резервів до уваги береться сума платежів за імпорт і витрати на обслуговування зовнішнього боргу (термін – один рік).

Правило Гвідотті: обсяг резервів достатній, якщо він дозволяє країні обходитися без зовнішніх запозичень упродовж одного року.

Критерій Грінспена: золотовалютні резерви повинні перевищувати суму офіційного та офіційно гарантованого урядом короткострокового зовнішнього боргу.

Міжнародний досвід формування обсягів офіційних валютних резервів показав, що відношення офіційних резервів до короткострокового боргу дійсно є простим і характерним показником достатності резервів для країн, які мають обмежений доступ до міжнародних ринків капіталу. Більше того, це відношення лягло в основу розробки прогнозів виникнення фінансових криз у країнах із помірним дефіцитом рахунку поточних операцій платіжного балансу та ринковим обмінним курсом.

Експериментальні перевірки вищезазначених підходів фахівцями МВФ дозволили сформулювати та висловити свою позицію щодо визначення рівня адекватності суми валютних резервів,

яка полягає в тому, що мінімальний рівень обсягу валютних резервів повинен дорівнювати 1/5 імпорту країни після сплати заборгованості, а максимальний – відповідно, 1/3. Крім того, частка валютних резервів до ВВП, за рекомендаціями МВФ, не повинна перевищувати 10 %, оскільки великі валютні резерви є ознакою внутрішньої слабкості економіки та свідченням дисбалансу: країна виробляє значно більше, ніж споживає.

11.4. Конвертація валюти та валютний курс

У широкому розумінні ***конвертованість валюти*** – це здатність валюти певної країни вільно обмінюватись на валюти інших країн та міжнародні платіжні засоби за поточним курсом. Її обов'язковою передумовою є наявність у країні, яка хоче її запровадити, певних економіко-правових умов, насамперед розвиненого ринкового господарства, за яким усі учасники економічного обміну діють самостійно. При цьому ринкова економіка має бути достатньо збалансованою, конкурентоспроможною та відкритою, з незначними торговельними валютно-фінансовими обмеженнями або взагалі без них.

Як економічна категорія, *конвертованість валюти* – це такий стан економічної і валютно-фінансової системи, за яким для власників національної валюти забезпечується свобода здійснення тих чи інших валютних операцій як у цій країні, так і за кордоном.

За класифікацією форм конвертованості, видами та суб'єктами зовнішньоекономічних операцій розрізняють валюти вільноконвертовані, частково конвертовані та неконвертовані.

Вільноконвертованими валютами (ВКВ) є валюти країн, де відсутні обмеження як на поточні комерційні операції, так і на операції, що пов'язані з рухом капіталів, а також на всі категорії вітчизняних (резидентів) й іноземних (нерезидентів) юридичних і фізичних осіб – власників цієї валюти. Валюти цих країн можуть обмінюватися на будь-яку іноземну валюту (долар США, євро, швейцарський франк, канадський долар тощо).

Вільна конвертованість більшості національних валют країн світу щодо золота існувала до Першої світової війни. Під час світової економічної кризи 1929–1933 рр. золотий стандарт було відмінено, а обмін національних валют на золото практично припинив існування. Лише долари США, що належали центральним банкам та іншим офіційним органам зарубіжних країн, до серпня 1971 р. могли обмінюватися на золото казначейством США. У зв'язку з кризою валютно-фінансової системи та знеціненням долара обмін долара на золото був припинений.

Частково конвертовані валюти (ЧКВ) – це валюти тих країн, які відмінили валютні обмеження не на всі валютні операції або тільки для нерезидентів. До них належать валюти більшості західноєвропейських країн.

Неконвертованими валютами (НКВ) є валюти, що повністю зберегли валютні обмеження на всі валютні операції як для резидентів, так і нерезидентів. Це, як правило, валюти залежних і економічно слаборозвинених країн, які здебільшого прикріплені до резервних валют. Під час і після Другої світової війни всі валюти, за винятком долара США, швейцарського франка та шведської крони, були неконвертованими.

Залежно від місцеперебування суб'єкта конвертованість може бути зовнішньою та внутрішньою (рис. 11.6).

Зовнішня конвертованість передбачає повну свободу обміну зароблених у певній країні грошей для закордонних розрахунків; надається лише іноземним фізичним і юридичним особам (нерезидентам), тоді як громадяни і юридичні особи цієї країни (резиденти) такої можливості позбавлені.

Внутрішня конвертованість – вільний обмін національних грошей на іноземні валюти, яким користуються також резиденти. Запровадження внутрішньої конвертованості вимагає від країни більших зусиль, зокрема нагромадження валютних резервів, зближення структури та рівня цін на внутрішньому та світовому ринках тощо. Тому після її запровадження створюються необхідні умови для переходу до часткової та повної конвертованості.

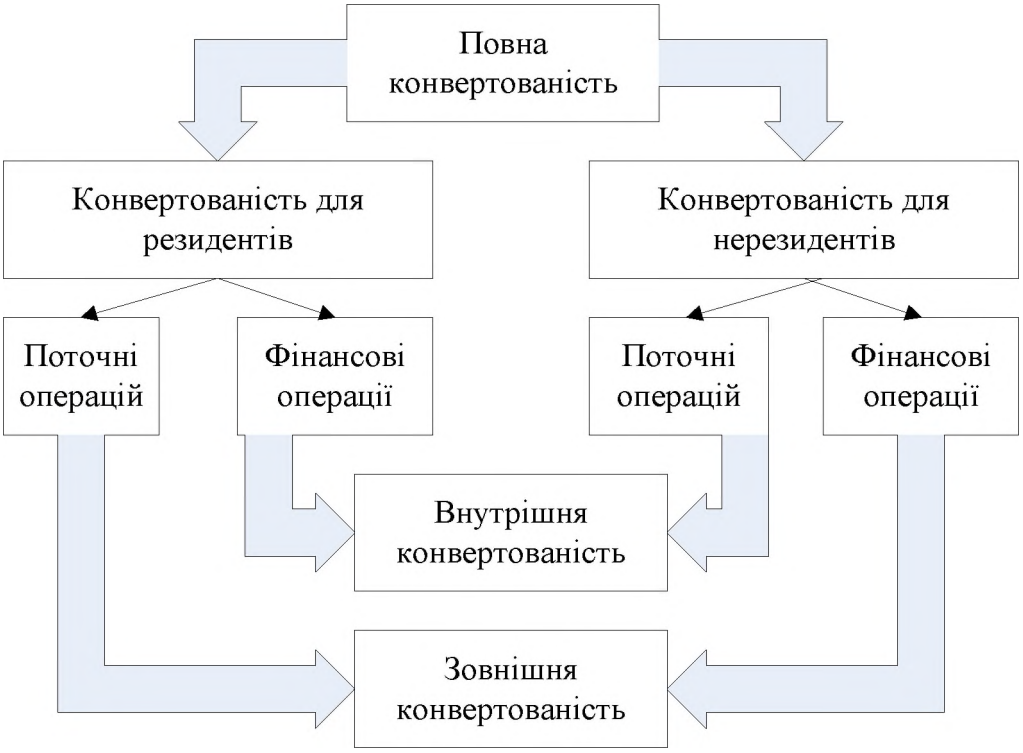


Рис. 11.6. Види конвертованості валюти

Отже, *конвертованість валюти* – це особливий характер взаємозв'язку національного та світового господарства, що здійснюється через грошово-валютні канали, надає виробникам і споживачам певної країни можливість вільного вибору найбільш вигідних ринків збуту і закупок продукції та послуг; стимулює вплив іноземної конкуренції на ефективність, гнучкість національних компаній та їхню пристосованість до світогосподарських умов; сприяє наближенню національного виробництва до міжнародних стандартів за цінами, витратами фінансових і трудових ресурсів.

Одержавши статус конвертованої, деякі національні валюти можуть набути властивість виконувати функції міжнародного платіжного та купівельного засобу. Але таку властивість мають не просто конвертовані валюти, а лише резервні – грошові одиниці економічно розвинених країн. Інші ж країни в цих валютах створюють свої резерви. Нині налічується близько 70 конвертованих валют, резервних – декілька: долар США, японська єна, англійський фунт стерлінгів, швейцарський франк та деякі інші. Водночас функцію світових грошей фактично виконують лише долар США та євро.

Для досягнення повної конвертованості країні необхідно дотримуватися двох умов:

1) мати розвинений внутрішній ринок товарів, послуг, валюти та капіталів, до якого мали б вільний доступ нерезиденти;

2) створити всі необхідні умови для виникнення зацікавленості в іноземних покупців до придбання національної валюти за іноземну.

Конвертованість національної валюти ставить країну в нові умови вільної торгівлі та міжнародної конкуренції. Якщо до її запровадження товаровиробники працювали на внутрішній ринок під захистом торговельних і валютних обмежень, то нині вони конкурують з імпортними товарами. У цьому випадку країні необхідно збільшувати обсяги виробництва та розширювати ринки збуту продукції. Таким чином, неадекватний рівню розвитку країни режим конвертованості національної валюти може загрожувати порушенням рівноваги платіжного балансу. Отже, для платіжного балансу країна повинна мати достатній обсяг валютних резервів і доступ до надійних джерел позикових коштів.

Так, західноєвропейські країни змогли взяти на себе зобов'язання утримуватися від застосування торговельних і платіжних обмежень за поточними комерційними операціями, згідно із Статутом МВФ (ст. VII), лише у лютому 1961 р. (Великобританія, Франція, Німеччина, Італія, Бельгія, Нідерланди, Швеція, Ірландія і Люксембург). І лише через 15 років після закінчення Другої світової війни цим країнам вдалося відновити конвертованість своїх валют.

Інші держави дійшли до цього ще пізніше. Японія, наприклад, запровадила конвертованість своєї валюти 1964 р., Данія – 1967 р., Фінляндія – 1979 р., Іспанія – 1986 р., Туреччина – 1990 р. Більшість національних валют впровадили режим вільної конвертованості лише за поточними комерційними операціями, зберігаючи різні обмеження на операції, що пов'язані з міжнародними переміщеннями капіталу.

Лише 15 країн змогли поширити режим вільної конвертованості своїх валют на всі види зовнішньоекономічних операцій. Серед них: США, Німеччина, Великобританія, Японія, Канада,

Нідерланди, Австралія, Нова Зеландія, Гонконг, Сінгапур, Малайзія та деякі арабські нафтодобувні країни. У 1990-х рр. до них приєдналися Франція та Італія, які зберігали деякі пов'язані з рухом капіталів обмеження на операції.

Відповідно до класифікатора іноземних валют, що був вперше затверджений головою правління НБУ 14 березня 1993 р., до вільноконвертованих валют (перша група) віднесено валюти 24 країн світу, з обмеженою конвертацією (друга група) – валюти 36 країн, усі інші віднесено до неконвертованих (третя група). 2016 р. НБУ осучаснив Класифікатор іноземних валют та банківських металів, зокрема:

1 група: вільноконвертовані валюти, що широко використовуються для здійснення платежів за міжнародними операціями та продаються на головних валютних ринках світу і дозволяються для здійснення інвестицій в Україну, а також банківські метали.

Досі до 1-ої групи належали 11 валют, спеціальні права запозичення (СПЗ) та чотири банківські метали (золото, срібло, платина, паладій). НБУ додав до цього переліку всі валюти країн-членів ЄС, що не входять до зони євро (болгарський лев, польський злотий, румунський лей, хорватську куну, чеську крону, угорський форінт). До цієї групи внесено також юань женьміньбі, що увійшов до переліку резервних валют МВФ з 1 жовтня 2016 р. Крім того, сюди увійшли валюти, що активно торгуються на світових торгових майданчиках, але раніше належали до інших груп (вона Південної Кореї, долар Гонконгу, мексиканське песо, новозеландський долар, новий ізраїльський шекель, сінгапурський долар). Натомість з 1 групи до 2 переведено ісландську крону. У результаті – 24 іноземні валюти, СПЗ та чотири банківські метали;

2 група: вільноконвертовані валюти, що широко не використовуються для здійснення платежів за міжнародними операціями та не продаються на основних валютних ринках світу;

3 група: неконвертовані валюти.

Оскільки валюта розглядається як специфічний товар, вона має ціну. ***Валютний курс*** – це ціна грошових одиниць однієї країни, що виражена у грошових одиницях іншої країни.

Обчислення валютного курсу необхідне для:

а) взаємного обміну валют при торгівлі товарами та послугами, руху капіталів і кредитів. Експортер обмінює одержану іноземну валюту на національну, оскільки перша не може використовуватися як платіжний засіб на території певної держави. Імпортер обмінює національну валюту на іноземну для оплати придбаних за кордоном товарів. Боржник купує іноземну валюту для погашення заборгованості та виплат процентів за зовнішніми позиками;

б) порівняння цін на світових і національних ринках, а також вартісних показників різних країн у національних або іноземних валютах;

в) періодичної переоцінки рахунків в іноземній валюті компаній та банків.

Котирування – визначення валютного курсу на основі механізму співвідношення попиту та пропозиції. Існують два основні методи котирування – прямий (найбільш розповсюджений) та непрямий (зворотний).

За *прямого котирування* курс валюти визначається як вартість одиниці долара США в національній валюті (для України – в гривні). Одиницю нижчого розряду будь-якого котирування прийнято називати пунктом (або піпсом – на жаргоні). Наприклад, зміну курсу долара США до гривні з 26,0 грн до 27,0 грн за 1 долар можна визначити як зростання курсу долара на 11 пунктів.

Непряме (зворотне) котирування іноземної валюти полягає в тому, що при котируванні іноземної валюти вартість національної валюти виражається в одиницях іноземної. Наприклад, у Великобританії співвідношення між доларом США та фунтом стерлінгів традиційно прийнято встановлювати як кількість доларів за 1 фунт. Отже, курс долара США до фунта стерлінгів у Лондоні є зворотним котируванням (наприклад, 1 фунт стерлінгів = 1,6510 дол. США).

Крос-котирування – це визначення курсів двох валют одна до одної через курс кожної з них щодо третьої (через долар або через іншу національну валюту).

Наприклад, НБУ оголосив таке котирування валют:

– купівля/продаж євро/гривня 30,82 / 32,14;

– 100 японських єн / гривня 238,70 / 343,33.

Оскільки курс євро до 1 000 японських єн відсутній, то для обміну євро на японські єни можна розрахувати крос-курс через гривню. Крос-курс євро до 1 000 японських єн становитиме:

– купівля 30,82 / 343,33 = 0,89 євро / 100 єн;

– продаж 32,14 / 238,70 = 0,13 євро / 100 єн.

Валютні курси прийнято класифікувати за:

1) *способом котирування*: пряме та непряме котирування;

2) *режимом*: плаваючий та фіксований;

3) *методом розрахунку*: паритетний та фактичний.

Паритетний курс – розрахунковий курс у міжнародному торговельному обороті, що базується на паритеті купівельної спроможності валют.

Фактичний курс складається у макрофінансовій системі держави на певний момент часу, тобто базується на поточному валютному курсі.

Номінальний валютний курс – це курс валюти, що встановлений на валютному ринку для проведення поточних валютних операцій і розрахунків з клієнтами. Іншими словами, номінальний валютний курс – це обмінний курс на певний момент часу.

Офіційний курс в основному призначений для обчислення митних та інших валютних платежів. На його банки, які здійснюють основний обсяг валютних операцій, встановлюють свої обмінні валютні курси – курс купівлі та курс продажу.

В Україні офіційний курс гривні до долара США розраховувався як середньозважене значення за усіма наведеними вище міжбанківськими угодами за день за даними Системи підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України (також відома як ВалКлі), тобто без відсікання нерепрезентативних угод. З 1 серпня 2018 р. набули чинності зміни до методики обрахунку та оприлюднення курсу НБУ[1]. Офіційний курс гривні до

[1] Нова методика розрахунку передбачає двоступеневу систему відсікання угод, параметри яких з різних причин відхиляються від параметрів переважної більшості угод відповідного дня, а отже, такі угоди не є репрезентативними для їхнього врахування при обрахунку офіційного курсу гривні до долара США. Спершу із наявного ряду угод відсікаються усі угоди,

долара США розраховуватиметься на підставі інформації про всі угоди з купівлі-продажу доларів США на умовах «тод», «том» і «спот», які в день розрахунку офіційного курсу укладалися

курс за якими відхиляється від середньоарифметичного за всіма угодами більше ніж на 2 %. Потім відсікаються угоди, курс/обсяг яких відхиляється від середньоарифметичного курсу/обсягу більше ніж на 2 пп. Обрахунок офіційного курсу гривні до долара здійснюватиметься як середньозважене за усіма угодами, що залишилися після відсікання.

Нові засади розрахунку офіційного курсу гривні до долара США також передбачають наявність резервного механізму його обрахунку на випадок, якщо кількість угод, які мають враховуватися для обрахунку офіційного курсу гривні, з будь-яких причин є меншою або дорівнює 10 % від середньоденного значення аналогічного показника за попередній місяць. Такий механізм передбачає здійснення НБУ з 12:00 до 13:00 запиту на банки (через функціонали TIC або телефоном) щодо отримання котирувань з купівлі/продажу 1 млн дол. США і подальший розрахунок офіційного курсу як середньоарифметичне значення всіх отриманих у результаті такого запиту курсових котирувань.

Крім офіційного курсу гривні до долара США, НБУ також здійснюватиме щоденний розрахунок довідкового курсу гривні до долара США. Він обчислюватиметься за тією ж методикою, що й офіційний курс гривні до долара США, однак його обрахунок здійснюватиметься на підставі даних про угоди, що укладені на МВРУ до 12:00, і оприлюднюватиметься на сайті НБУ до 12:30.

Запровадження нової методики розрахунку офіційного курсу гривні до долара США наближує її до міжнародних стандартів розрахунку аналогічних показників, і дає змогу використовувати офіційний курс гривні до долара США не лише для цілей бухгалтерського обліку, а як бенчмарк (основу, базу) валютного ринку при укладанні учасниками ринку угод, де як базовий актив використовується іноземна валюта.

Водночас змінюється спосіб відображення курсу на офіційному сайті НБУ. Так, на головній сторінці у таблиці «Показники валютного ринку» з'явився новий показник довідкового значення курсу гривні до долара США на 12:00, значення якого оновлюватиметься щодня до 12:30.

Оновлений офіційний курс гривні до долара США публікуватиметься на 2 години раніше – до 16:00, а до 18:00 з'являтиметься офіційний курс гривні до євро та інших іноземних валют та банківських металів. НБУ публікуватиме офіційний курс гривні як на поточний день, так і на наступний. Наприклад, сьогодні буде оприлюднено, крім офіційного курсу гривні до іноземних валют на 01.08.2018, ще й установлений офіційний курс гривні на 02.08.2018. Згодом оновлюватиметься саме значення офіційного курсу на наступний день. Для поточного дня залишатиметься актуальним курс, оприлюднений напередодні.

банками на міжбанківському валютному ринку України (МВРУ) з іншими банками та з НБУ й інформація про які надавалася НБУ торговельно-інформаційними системами до 15:30 відповідного робочого дня.

Динаміка номінального валютного курсу залежить від змін загального рівня цін у країні, платіжного балансу, грошово-кредитної політики уряду та інших факторів. Тому ціни товарів і макроекономічні показники переводять з поточних цін у базові, так і валютний курс може бути переведений у реальний вимір. Для цього необхідно врахувати рівень інфляції не тільки в країні, але і в державі емітента іноземної валюти.

Зміна загального рівня цін у країні оцінюється, зазвичай, за допомогою індексів цін, найчастіше – за допомогою індексу споживчих цін (*consumer price index*), який більш точно відображає загальний рівень інфляції в країні. На цьому заснована методика переведення номінального валютного курсу в реальний.

Реальний валютний курс (*real exhange rate*) – це номінальний валютний курс, перерахований з урахуванням зміни рівня цін в Україні і в тій країні, до валюти якої котирується національна валюта:

$$Er = Eн \times \frac{Pf}{Pd}, \qquad (11.8)$$

де E_r – реальний валютний курс гривні; $E_н$ – номінальний валютний курс гривні; P_f – індекс цін кошика товарів у зарубіжній країні; P_d – індекс цін кошика товарів в Україні.

Економічний зміст реального валютного курсу – це співвідношення ціни кошика товарів за кордоном, що переведена з іноземної валюти у національну за допомогою номінального валютного курсу, і ціни кошика тих самих товарів в Україні. Тобто індекс реального валютного курсу показує динаміку номінального з поправкою на темпи інфляції в обох країнах.

Підвищення реального валютного курсу гривні може негативно вплинути на економіку країни, оскільки знижується цінова конкурентоспроможність експорту і збільшується конкурентоспроможність іноземних товарів на національному ринку. Тому

уряди більшості країн уникають тривалої політики зміцнення національних валют.

Для оцінки динаміки валютного курсу не до однієї, а щодо декількох валют (як правило, основних торговельних партнерів) розраховуються номінальний і реальний ефективні валютні курси.

Номінальний ефективний валютний курс гривні (НЕВК) (*nominal effective exchange rate*) являє собою середньозважений обмінний курс гривні до валют країн – основних зовнішньоторговельних партнерів відповідно до питомої ваги цих країн у валютних операціях Україні.

Реальний ефективний валютний курс (РЕВК) (*real effective exchange rate)* – це номінальний ефективний курс гривні з поправкою на співвідношення темпів інфляції в Україні і країнах – основних зовнішньоторговельних партнерах;

4) видом валютної операції: касові курси:

а) *курс TOD* (сьогодні) – укладання контракту та обмін валюти в один робочий день;

б) *курс TOM* (завтра) – укладання контракту сьогодні, а обмін валютами на наступний робочий день;

в) *курс спот* – контракт з датою валютування не більше двох робочих днів;

терміновий курс – контракт з датою укладання більше двох робочих днів;

крос-курс – відношення однієї валюти до іншої через третю;

5) щодо учасників трансакції:

курс покупця – курс, за яким банк купує базову валюту;

курс продавця – курс, за яким банк продає базову валюту;

середній курс – середньозважений курс за всіма ринковими угодами.

Курс продавця і курс покупця встановлює банк за здійснення валютної угоди. Банки продають іноземну валюту дорожче (за курсом продажу), а купують дешевше (за курсом купівлі). Різниця між курсами продажу і купівлі – *маржа*. Вона покриває витрати банку і є джерелом прибутку від певної валютної операції.

Приклад 1. *Банк, орієнтуючись на офіційний курс НБУ, встановив такий курс долара США: купівля – 25,05 грн, продаж –*

25,71 грн. Скільки гривень можна одержати за 405 доларів 80 центів? Скільки доларів можна купити за 12 тис. грн?

Якщо 1 *USD* банк купує за 25,05 *UAH*, то за 405 доларів 80 центів клієнт отримає: 405,80 × 25,05 = 10 165 грн 29 коп. Якщо 1 *USD* банк купує за 25,71 *UAH*, то за 12 000 грн можна купити: 12 000/25,71 = 466 доларів 74 центи.

Приклад 2. *Яким буде курс євро до фунта стерлінгів, якщо виходити з їхніх середніх співвідношень з доларом США: 1 USD = 0,84 EUR; 1 USD =0,50 GBP?*

Для того щоб виразити вартість 1 євро у фунтах стерлінгів, знаходимо вартість одного євро в доларах США: 1 *EUR* = 1/0,50 = 1,18 *USD*. Далі через співвідношення *USD* до *GBP* знаходимо, що вартість 1 євро у фунтах стерлінгів: 1 *EUR* = 1,18 × 0,50 = 0,59 *GBP*. Також крос-курс *EUR* до *GBP* через *USD* можна знайти методом ділення курсу долара у фунтах на курс долара в євро: 1 *EUR* =0,50 /0,84 = 0,59 *GBP*.

Приклад 3. *Скільки євро можна купити за 12 400 японських єн, якщо: 1 USD = 111,25 JHY; 1 USD = 1,18 EUR?*

Знаходимо вартість 12 400 *JHY* в *USD*: 12 400/111,25 = 111,46 *USD*. Далі через співвідношення *USD*/*EUR* знаходимо вартість 103,1 долара в євро: 111,46 × 1,18 = 131,5 *EUR*. Також це можна зробити з використання крос-курсу. Знаходимо крос-курс *JHY* до *EUR* через *USD* методом ділення курсу долара в євро на курс долара в єнах: 1 *JHY* = 1,18/111,25 = 0,0106 *EUR*. Розрахуємо, скільки євро можна купити за 12 400 японських єн: 12 400 × 0,0106 = 202,1 *EUR*.

Приклад 4. *За експортним контрактом торговельна фірма повинна отримати валютну виручку у розмірі 40 000 GBP. Водночас вона повинна сплатити одному із своїх постачальників за імпортним контрактом 19 000 USD, але російськими рублями (RUR). Який фінансовий результат фірми в гривнях після завершення розрахунків за цими контрактами, якщо: 1 RUR = 0,41 UAH, 1 USD = 25,05 UAH; 1 USD = 0,77 GBP?*

Дохід фірми за експортним контрактом, використовуючи крос-курс *GBP* до *UAH*, виражаємо у гривнях: 1 *GBP* = 25,05/0,77 = 32,5 *UAH*; 40 000 × 32,5 = 1 301 298,6 *UAH*. Платіж за імпортним

контрактом виражаємо в рублях, використовуючи крос-курс *USD* до *RUR* через *UAH*: 1 *UAH* = 1/0,41 = 2,43 *RUR*; 1 *UAH* = 1/25,05 = 0,4 *USD*;

1 *USD* = 25,05/0,4 = 62,62 *RUR*; 19 000 × 62,62 = 1 189 780 *RUR*. Оплату імпортного контракту також виражаємо у гривнях: 1 189 780 × 0,41 = 487 809,8 *UAH*. Фінансовий результат фірми – різниця доходів та витрат: 1 301 298,6 – 487 809,8 = 813 488,2 грн.

Приклад 5. *Якщо ціна гривні в доларах США впала з 4 до 3,5 цента за одну гривню, то як зміниться ціна товару вітчизняного виробництва (в доларах США), що продається в Україні за 150 гривень?*

До девальвації гривні цей товар у доларах США коштував: 150 × 4 = 60 доларів. Після зниження ціни гривні щодо долара він коштуватиме: 150 × 3,5 = 52 центи. Зміна ціни становитиме: 60 – 52,5 = 7 доларів 50 центів. Таким чином, девальвація національної валюти спричинює зменшення вираженої в доларах ціни вироблених в Україні товарів.

Валютний курс постійно змінюється під впливом кон'юнктурних і структурних факторів.

Кон'юнктурні (короткострокові) фактори пов'язані з коливаннями ділової, політичної, військової та іншої ситуації, а також з очікуваннями, прогнозами, навіть чутками. Виникнення цих факторів передбачити досить складно.

Структурні фактори впливають на валютний курс упродовж тривалого часу, тому можуть бути прогнозовані. До них належать:

– конкурентоспроможність товарів на світових ринках, збільшення якої приводить до збільшення експорту, а відтак – до припливу іноземної валюти в країну-експортера та підвищення курсу валюти;

– зміна національного доходу країни, що веде до збільшення попиту на товари імпортного виробництва, підвищення попиту на іноземну валюту та її відплив з країни. Але країна з високим національним доходом має можливість формувати валютні резерви, приваблювати іноземний капітал і підвищувати курс національної валюти. Зниження національного доходу свідчить про

уповільнення економічного розвитку країни і веде до зниження курсу національної валюти;

– підвищення внутрішніх цін порівняно зі світовими, що впливає на зниження курсу національної валюти, оскільки підвищується попит на імпортні товари і в результаті на іноземну валюту;

– збільшення процентних ставок, що приваблює іноземний капітал; якщо останній використовується для реального інвестування, це може привести до зростання економіки і зміцнення національної валюти;

– ступінь розвитку ринку цінних паперів, що становить конкуренцію валютному ринку. Це може негативно впливати на стан грошового обігу і в цілому на стан економіки.

Держава в особі центрального банку намагається регулювати валютний курс. Таке регулювання забезпечується застосуванням декількох засобів, зокрема: 1) валютної інтервенції; 2) операцій центрального банку на відкритому ринку; 3) облікової політики та політики обов'язкових резервів; 4) прямого втручання держави у процес курсоутворення.

Валютна інтервенція застосовується центральним банком тоді, коли в короткостроковому періоді необхідно змінити курс валюти (підвищити або знизити). Причини конкретної спрямованості валютної інтервенції досить різноманітні, але найчастіше це пов'язано зі змінами у платіжному балансі країни та станом валютного ринку. Наприклад, якщо цей баланс має від'ємне сальдо, а у держави надійні експортні позиції, то вона може здійснити валютну інтервенцію, що спрямована на девальвацію валюти. При цьому цінова конкурентоспроможність експорту збільшується, бо експортер може знизити ціни на свою продукцію, а можливості імпорту товарів навпаки зменшуються. Інтервенція такого характеру може бути пов'язана і з боротьбою за міжнародні ринки збуту; а здійснюється вона шляхом скуповування іноземної валюти на ринку країни. Це підвищує попит на неї і тому курс іноземної валюти зростає, а курс національної валюти падає.

Валютна інтервенція може мати місце і в тому разі, коли держава хоче підтримати курс своєї валюти або підвищити його.

У цьому випадку центральний банк продає іноземну валюту і скуповує власну. Це зменшує попит на іноземну валюту, а на вітчизняну навпаки збільшує і приводить до підвищення курсу національної грошової одиниці[1].

Інструментом впливу на валютний курс є ***операції центрального банку на відкритому ринку***. Вони зводяться до купівлі-продажу цінних паперів. Такі операції теж істотно впливають на зміну курсу, бо продаж на внутрішньому ринку іноземних цінних паперів, деномінованих, наприклад у доларах, призводить до зменшення пропозиції національної валюти, а отже, і до зміни співвідношення попиту і пропозиції на неї на користь попиту. Це підвищує курс долара.

Потужним інструментом впливу на валютний курс є ***дисконтна (облікова) політика***. Якщо держава суттєво підвищує дисконтну ставку, то це приваблює іноземний капітал. Його приплив може позитивно вплинути на стан платіжного балансу і водночас на валютний курс, оскільки пропозиція іноземної валюти зросте. Неоднозначним інструментом впливу на валютний курс є ***зміна норми обов'язкових резервів*** центральним банком. Зменшення норми цих резервів приводить до підвищення ліквідності банківських активів, збільшення грошової маси, сприяє зростанню пропозиції національної валюти. У результаті курс національної валюти знижується.

---

[1] В Україні валютна інтервенція здійснюється у формі запиту щодо найкращого курсу. Спочатку НБУ проводить одночасний запит у банків щодо ціни на купівлю/продаж іноземної валюти через функціонал торговельно-інформаційних систем *Bloomberg* або *Reuters*. Отримавши пропозиції банків, НБУ укладає угоду з тим банком, який запропонував найкращу ціну. Перевагою цієї форми валютної інтервенції є швидкість її застосування, а отже, вона є найбільш ефективним інструментом для згладжування функціонування міжбанківського валютного ринку. Водночас НБУ продовжує проводити інтервенції як у формі валютного аукціону, так і у формі інтервенції за єдиним курсом.

11.5. Криптовалюта та технологія блокчейн

Поява криптовалют кардинально змінила уявлення про світ фінансів та принципи ведення бізнесу. Її пов'язують з криптоекономікою (цифровою економікою), в основу якої покладено принципово нову технологію – блокчейн. Незважаючи на домінуюче ставлення до криптовалюти як фінансового спекулятивного інструменту, з економічної, соціальної та культурної точок зору пояснення феномену криптовалют, що регулюються жорсткими законами математичних обчислень, лежить за межами фінансів.

Криптовалюта – це децентралізована валюта із захистом від повторного використання, що базується на досягненнях сучасної криптографії. Найбільш відомою криптовалютою є біткоїн, створений 2008 р. дотепер невідомим математиком під псевдонімом *Сатоши Накамото*. Сам *Bitcoin* створювався упродовж двох десятиліть досліджень і розробок анонімними ентузіастами. Перша електронна готівка *DigiCash* з'явилась у 1990 р. завдяки зусиллям криптографа *Девіда Чома*. Однак система *DigiCash* мала істотні недоліки порівняно з *Bitcoin:* вона була централізованою, закритою і не відповідала технічним можливостям комп'ютерів того часу. Фірма *Чома* збанкрутувала 1998 р. саме перед масовим поширенням і комерціалізацією Інтернету.

В основу ідеї *Bitcoin* покладено ідею штучного створення не «папірців», що являють собою реальні гроші, а електронну валюту з тими властивостями золота, завдяки яким воно є ідеальними грошима. Однак НБУ вважає, що криптовалюта є грошовим сурогатом і має бути заборонена, оскільки не має ознак, що властиві національним валютам.

Bitcoin має такі властивості:

1) нематеріальність (міститься виключно в мережі Інтернет);

2) непідконтрольність (навіть самому винахіднику);

3) анонімність (власників виявити неможливо);

4) наявність вартісної основи (на майнінг біткоїнів витрачаються ресурси, але не людські, а комп'ютерні);

5) умовно обмежений ресурс завдяки введенню функції швидкості сумарно видобутих біткоїнів від часу, яка є обернено

пропорційною; з часом знижується та наближається до нуля. На 2025 р. очікується кількість біткоїнів обсягом 21 млн;

6) відкритість і доступність для кожного (будь-яка людина може простежити всі трансакції в процесі «майнінгу» будь-якого біткоїна).

Усі перелічені властивості забезпечують ті якості біткоїна, що роблять його достатньо надійними грошима.

У правовому розумінні сутності біткоїна існують розбіжності. У деяких країнах, наприклад у США, криптовалюта вважається майном, що підлягає оподаткуванню. Комісія з цінних паперів і фондового ринку США зазначає, що залежно від конкретних характеристик криптовалюти вона може вважатися цінними паперами. Це стосується випадків, коли віртуальний інструмент містить риси інших інструментів або активів. У такому випадку, наприклад, *ICO (initial coin offering)* має відповідати правилам і вимогам випуску цінних паперів.

У квітні 2017 р. уряд Японії офіційно визнав біткоїн платіжним засобом, що виконує функцію валюти, але офіційною грошовою одиницею залишилася лише єна. Південна Корея має намір легалізувати криптовалюти, а Венесуела вже вводить власну криптовалюту (петрокоін). 2017 р. потужний банк Південної Кореї *Shinhan Bank* оголосив про запуск блокчейнів-платформ для зберігання біткоїн-гаманців.

Одним із ключових моментів є специфіка механізму видобутку біткоїнів на основі застосування ***криптографічного методу proof-of-work*** – це обчислення, що повинні проводитися достатньо довго. Проте довести, що вони були, можна моментально. Надійність біткоїна полягає у тому, що кожна трансакція необоротна та підтверджується їхніми блоками, які відповідають певним вимогам. Ці блоки об'єднуються у ланцюг і доступні всім для перегляду у вигляді єдиної бази даних (блокчейн).

Технологія блокчейн – це ланцюг блоків даних у форматі *JSON*. Кожен блок містить усю необхідну для функціонування мережі інформацію, свій порядковий номер і хеш-суму (шістнадцятирічне число) попереднього блоку. У першому блоці такої хеш-суми немає. Хеш має задовольняти вимоги: повинен починатися з

певної кількості нулів, тобто має бути менше параметра під назвою *bits*. Цей механізм дозволяє надійно зберігати всі необхідні дані в мережі, адже якщо змінити хоча б один символ в блоці, то його хеш зміниться повністю і всі нулі зникнуть. Весь ланцюг можна перевірити на валідність на спеціальному сайті – *Bitcoin Block Explorer*, тому двічі продати біткоїн неможливо. Надійний механізм шифрування, що використовується в *SSL*, *SSH* і навіть банківських мережах, має 100-відсотковий захист від злому. За експертними оцінками, щоб зламати мережу біткоїнів, не вистачить потужностей усіх суперкомп'ютерів світу.

Незважаючи на те, що хеш-функція обчислюється за суворим математичним алгоритмом, майнінг з метою пошуку хешу можливий за рахунок параметра *nonce*. Програма-майнер просто перебирає різні значення *nonce*, одне за іншим обчислюючи значення хеш-блоку, і якщо буде отримано хеш, що відповідає заданому параметру складності, то той, хто його отримав, отримає нагороду у вигляді нових біткоїнів і комісій усіх трансакцій, включених до блоку.

Тому, хто згенерував блок, де розташована ця трансакція, спрямовується 50 монеток. Це своєрідна винагорода за витрачений час і ресурси на генерацію блоку. Створюючи новий блок у ланцюгу, клієнт вносить вклад у роботу *Bitcoin*. З 2009 р. до грудня 2012 р. сума винагороди за один видобутий блок становила 50 *BTC*. Згодом це число знизилося до 25 *BTC*. Коли кількість видобутих біткоїнів перевищує половину, нагорода зменшується в 2 рази. Коли їхня кількість дійде до 75 %, нагорода зменшиться ще у 2 рази і так далі.

У вересні 2010 р. біткоін торгувався на рівні 6 центів і був поза увагою інвесторів. Водночас *Elliott Wave Theorist* опублікував спеціальну доповідь про криптовалюту, зазначивши її величезний потенціал як валюти і прогнозуючи, що ідея приватних валют повинна бути популярною. І розпочався потужний злет вартості біткоїну (рис. 11.7).

На рис. 11.7 показано коливання вартості біткоїна, хвиля 5 – це прогноз на 2018 р. Після зростання вартості біткоїна настає неминуче падіння. Таким чином, вартість *BTC* постійно коливається,

і зниження впродовж місяця могло сягати 80 і 90 %. Проте спекулянти охоче інвестують у криптовалюти. В онлайн-клубах криптоколекціонерів інвестори-новачки чекають «часу для ламбо», що означає тримати криптомонету доти, доки її цінність не буде настільки висока, щоб вони могли перевести в готівку її і купити *Lamborghini*.

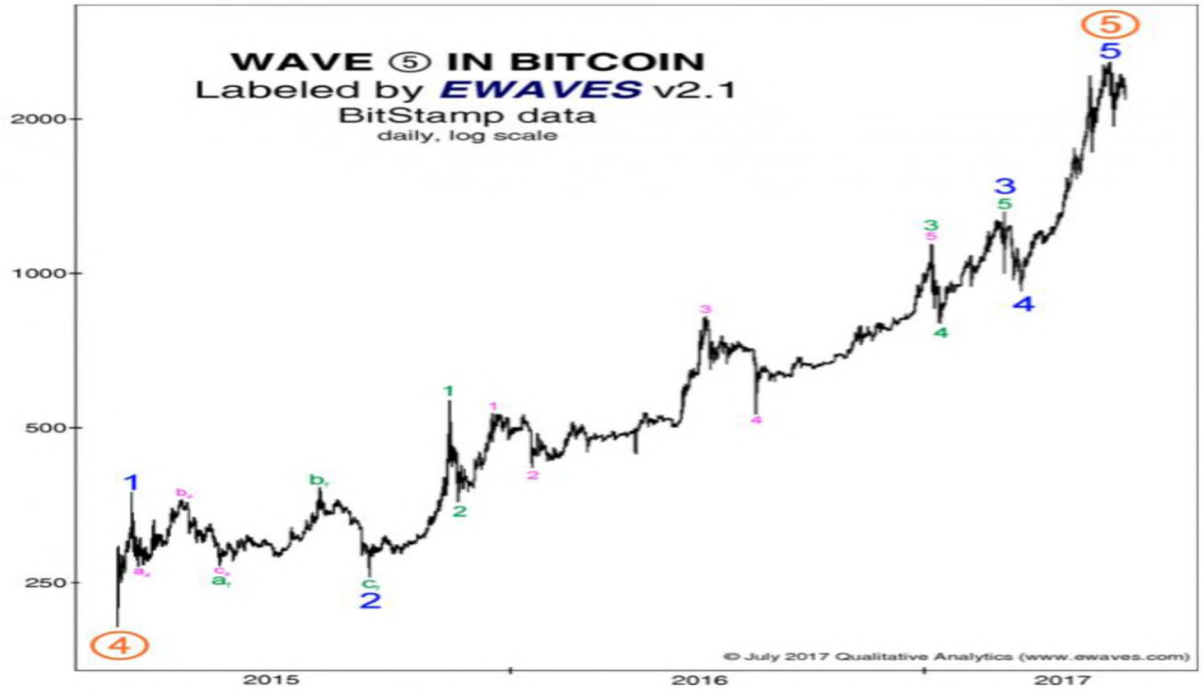


Рис. 11.7. Динаміка вартості біткоїна

Крім біткоїнів, існують інші криптовалюти: понад 800 клонів (альт-коінов) [*coinmarketcap.com*], більшість з яких – високотехнологічні схеми створення, підвищення вартості, продажу. За даними блогу *Visual Capitalist*, станом на початок вересня 2017 р. обсяг криптовалют у світі оцінювався у $146,2 млрд. Найбільша частка (47 %) припадала на біткоїн, а 19 % займав *Ethereum* (Ефіріум). Характеристики найпоширеніших криптовалют наведено у табл. 11.5.

Незалежне рейтингове агентство *Weiss Ratings* з США вперше випустило рейтинг криптовалют, де: *Bitcoin – C +*; *Ethereum – B*; *Novacoin – D*; *Steemit – B*. За даними опитування фонда *Blockchain Capital*, досить високі рейтинги криптовалют приводять до того, що близько третини людей у віці від 18 до 34 років радше інвестують 1 000 дол. США у криптовалюти, ніж в акції. Однак *Deutsche Bank Wealth Management* не

рекомендує інвестувати в криптовалюти через їхні *основні проблеми,* зокрема високу волатильність (коливання майже на 20,0 % упродовж дня вважаються нормальним явищем), можливі маніпуляції з цінами, втрата даних. По суті, криптовалюти вважаються спекулятивним інструментом.

Таблиця 11.5

Найпоширеніші криптовалюти

Назва валюти/ціна	**Характеристика**
Bitcoin / $ 2 740	Перша й найпоширеніша криптовалюта. З початку 2017 р. її вартість стрімко зростає: за останні шість місяців ціна одного біткоїна зросла з майже $ 1 000 до $ 2 740. Криптовалюта лідирує не тільки за ціною за одиницю, а й за показником ринкової капіталізації у $ 44 млрд
Byteball / *$* 777	Відрізняється від інших криптовалюта технологією *DAG*. Це орієнтований граф, що формується новими трансакціями, кожна з яких посилається на попередні переклади. *Byteball* не передбачає Майнінг, трансакції підтверджують довірені користувачі, або «свідки». *Byeball* безкоштовно надає всім власникам біткоїни, які підтвердили свій гаманець у мережі валюти. За останні півроку ціна за одиницю *Byteball* збільшилася у понад 36 разів – нині вона становить близько $ 775. Найрізкіший стрибок стався у кінці травня – початку червня 2017 р., коли криптовалюта подорожчала одразу на $ 550
Zcash / $ 389	Основна відмінність *Zcash* полягає у захисті інформації. Вона використовує протокол доказів з нульовим розголошенням для підтвердження трансакцій без розкриття додаткової інформації про них. Якщо біткоїни – *http* для грошей, то *Zcash* – *https*, – наголошується на сайті криптовалюти. Активне зростання ціни на *Zcash* відбулось наприкінці травня 2017 р. На поточну дату одна одиниця валюти коштує близько $ 390.
Ethereum / $ 346	*Ethereum* – друга криптовалюта за показником ринкової капіталізації ($ 30 млрд) і четверта за ціною за одну одиницю. Особливість *ethereum* у «розумних контрактах» – можливості реєструвати угоди з будь-якими активами в рамках блокчейна. Нині вартість *ethereum* становить близько $ 346. Кілька місяців 2017 р. ціна валюти залишалася на позначці у $ 10, але наприкінці травня досягла поточної
Dash / $ 190	Серед особливостей *Dash* – наявність приватних, тобто захищених перекладів (*PrivateSend*) і миттєвих трансакцій (*InstantSend*). Рішення про будь-які зміни в *Dash* приймаються колегіально власниками валюти. Цей механізм децентралізованим управлінням (*Decentralized Governance*); розробники *Dash* стали першими серед конкурентів, хто ввів подібний принцип

Щодо України, то 25 вересня 2017 р. вперше у світі відбулася електронна трансатлантична угода з обміну нерухомості на криптовалюту. Підприємець *Марк Гінзбург* фактично обміняв свою київську квартиру на *Ethereum*. Оскільки правовий статус криптовалют в Україні не визначений[1], то правники з юридичної фірми «Юскутум» застосували саме це формулювання. У процесі угоди сторони використали смарт-контракт блокчейну *Ethereum*.

У світі біткоїном можна розрахуватися за будь-які товари та послуги. Найчастіше розраховуються в Інтернеті за товари, де потрібна анонімність. В Україні біткоїнами можна розраховуватися на таких сайтах: кафе *Kava Like*; кафе «Циферблат»; *Ukrainian iPhone Service* – сервісний центр для *iPhone*; магазин «Натуральні продукти» пропонує молочну і м'ясну продукції за біткоїни; «Эко-лавка» – магазин натуральних продуктів; «Юскутум» – адвокатська контора; *E-Photo* – типографія; *SendFlowers* – інтернет-магазин, що доставить букет квітів за біткоїни; *VIDEOFABRIKA* – креативне агентство; *http://2show.mobi/* – квитки у кіно або театр; *https://www.u-f-l.net/* – квіти та подарунки; *http://store.steampowered.com/* – популярна платформа цифрової дистрибуції відеоігор.

Подорожчання біткоїна певною мірою пов'язане з технологією його видобутку, що потребує потужної технічної бази. Зокрема, спеціального десктопу (ноутбуки не підходять) з потужною відеокартою, як мінімум *GeForce GTX* 1060 або *ATI Radeon RX* 480 з охолодженням, тому що відеокарта буде цілодобово навантажена на 100 %. Саме відеокарти розшифровують дані з видобутку біткоїна. Прибутковість видобутку на вищеописаному комп'ютері становить не більше 2 дол. США за добу (0,000794 *BTC*). Для підвищення швидкості видобутку криптовалюти купують спеціальні «*ферми*» – декілька відеокарт, що з'єднані між собою (від 3–5 і більше). Їхня окупність приблизно 2–3 роки з цілодобовим майнінгом і навантаженням на

[1] Цікаво, що за останні два роки 57 вітчизняних держслужбовців задекларували біткоїни. Найбільше власників біткоїнів працює в Одеській облраді, на другому місці – у Верховній Раді України.

електромережу 800–1 500 Вт. Вартість *ASIC*-майнеру починається від 2 500 дол. США і за потужності перевершують ферми з 30 відеокартами.

До *проблем, що пов'язані з майнінгом біткоїнів,* потрібно віднести навантаження на електромережі, подорожчання спеціального комп'ютерного обладнання, суттєві викиди тепла, оскільки «ферми» суттєво нагріваються. У дослідницькому центрі Каліфорнійського університету виникли проблеми: його співробітники скаржаться, що через розповсюдження майнінгу необхідне для досліджень обладнання суттєво подорожчало. У світі виник дефіцит відеокарт. Біткоїни породжують проблему не лише фінансових спекуляцій, а й посилення навантаження на зовнішнє середовище. Вони продукують і відповідні злочини[1].

Стрімке поширення біткоїна спонукало до розробки ***правил його регулювання***, оподаткування, дозвільних документів, оформлення операцій та прав власності, механізмів захисту від неправомірних дій. У зарубіжних країнах цим питанням займається правовий орган ООН з прав міжнародної торгівлі ЮНСІТРАЛ. Він багато уваги приділяє електронній торгівлі, електронним документам, а віднедавна – криптовалютам. ЮНСІТРАЛ керується принципами технологічної нейтральності та функціональної еквівалентності. Вони припускають, що закон не повинен передбачати використання конкретної технології, зокрема зберігання та

---

[1] На початку 2016 р. одна з найбільших китайських кріптобірж *BTCC* піддалася масованій *DDoS*-атаці, за припинення якої вимагалися біткоїни. Наприкінці 2014 р. група шантажистів погрожувала вразити вірусом Ебола всю Чехію, якщо їм не заплатять мільйон євро в біткоїни. Взимку 2015 р. у штаті Коннектикут кілька місцевих жителів стали отримувати погрози від невідомих щодо викупу у біткоїнах. Також у листах містилися докладні інструкції з купівлі та відправлення біткоїнів. Влітку 2015 р. група українських шахраїв тероризували великі мережі роздрібних магазинів дзвінками про мінування. Повідомивши потенційну жертву про можливі проблеми з бізнесом телефоном або електронною поштою, вони пропонували заздалегідь відкупитися біткоїнами. Суми варіювалися від 60 до 150 біткоїнів. У цілому злочини з біткоїнами полягають лише у їхньому використанні при злочинних операціях, замість них могла використовуватися будь-яка інша валюта.

передавання інформації. Відтак криптовалюта існує лише у віртуальному просторі, а контроль над їхнім обігом ускладнений. Є тільки два моменти, коли операція може бути проконтрольована фінансовим регулятором тієї чи іншої країни: момент їхнього придбання за звичайні гроші, а також момент їхнього продажу та отримання за них коштів. Отже, основна проблема регулювання криптовалюти полягає у тому, що їхній видобуток і операції виходять за рамки будь-якої юрисдикції, існують окремо і децентралізовано.

У ЄС підготовлено нову директиву, що присвячена цифровим злочинам і створенню спеціального агентства з кібербезпеки. До неї включено пропозицію щодо посилення покарання причетних до кіберзлочинів, що у підсумку має зміцнити здатність правоохоронних органів боротися з цією формою злочинності. Чинні правила про криміналізацію негрошового шахрайства викладені у Рамковому вирішенні 2001/413 / *ЛНА* Ради, що діє з 2001 р.

На початку серпня 2017 р. у НБУ заявили, що відсутність у світі єдиного підходу до визначення правового статусу біткоїна ускладнює вирішення проблеми його регулювання в Україні. Відповідно до чинного законодавства криптовалюта як взаєморозрахунки використовуватися не може. Отже, фізичні чи юридичні особи, які використовують біткоїн, ризикують. Тож НБУ застерігає від таких операцій до створення відповідної законодавчої бази.

З точки зору майбутнього криптовалют, їхні перспективи є досить невизначені, допоки не буде видобуто останній біткоїн і розкрито інкогніто *Сатоши Накамото*, якому належить 7,0 % біткоїнів.

Широку сферу застосування може мати також технологія блокчейн, що лежить в основі так званих ***«розумних» контрактів (смарт-контрактів)***, в яких буде повністю виключений людський фактор. Це обумовлено тим, що в базу даних (блокчейн) можна, крім інформації, записати ще й програмний код, що включатиме певні умови. Ніхто не може перешкодити виконанню цього програмного коду, це і є сутність смарт-контракту. Наприклад, якщо укласти зі страховою компанією договір, вона може не виплатити гроші вчасно. У разі представлення договору у

вигляді смарт-контракту, компанія не могла б відмовитися від виконання його умов. Відбувається автоматично: гроші просто списуються на оцифровану адресу з гаманця страхової компанії щодо настання необхідних умов.

Такі «розумні» контракти підходять для *IT*-сервісів, де за допомогою коду можна розписати послуги та автоматизувати процес. Наприклад, для продажу монети потрібно відправити клієнту зашифрований файл і створити контракт з такою умовою, що покупець відправить криптовалюту в контакт, який автоматично опублікує ключ для розшифровки файла. Можна продавати зашифровані файли, здавати в оренду обчислювальні ресурси процесора або продавати послуги.

Друга сфера застосування «розумних» контрактів – трансакції, результат яких залежить від комбінації розрахунку всередині блокчейна та інформації з відкритих джерел: наприклад, фінансові контракти, в які інвестують кілька сторін, а прибуток залежить від зовнішніх чинників (курсу гривні до долара, вартості акцій компанії, ціни на дорогоцінні метали тощо). Інформація має міститись у відкритому доступі, і повинно бути, як мінімум, п'ять джерел, що готові підтвердити та надати точні цифри.

У цьому випадку проблемою є пошук джерела, що заслуговує на довіру, і перенесення даних у блокчейн, адже ні сам блокчейн, ні інтернет-протокол не спроможні перевірити інформацію. Нині існує декілька компаній в Англії та Америці, які розробляють *trusted hardware* для корпорацій, – спеціальні криптопроцесори, в яких зберігаються криптографічні ключі для захисту інформації.

«Розумні» контракти можна застосовувати не тільки для будь-яких разових операцій, але і для створення абсолютно нових ринків і нових механізмів взаємодії щодо отримання інформації та виконання домовленостей. Набуває розвитку концепція ДАО («децентралізована автономна організація»), побудована на «розумних» контрактах, де розподіл коштів вирішується загальним голосуванням. Наприклад, щодо інвестицій у стартапи або некомерційні проекти.

Використання блокчейна під час складання реєстрів дозволить відмовитися від роботи нотаріусів. Нині без них не можна обійтись, оскільки власник центрального реєстру зможе додавати дані в базу безконтрольно. Проте перехід на технологію блокчейн унеможливить таку ситуацію. Вона може вирішити питання плагіату: наприклад, якщо стаття опублікована, в її хеш розміщено в блокчейні, то зі 100-відсотковою точністю можна відповісти на питання, хто був першим.

Використання блокчейна лежить в основі ***технології Initial Coin Offering*** – емісії токенов, які нагадують за своїми властивостями цінні папери. Кожен ***токен*** – це посилання на закодований договір, смарт-контракт. Випускати або купувати токени-акції досить ризиковано, адже немає установи, що забезпечить захист прав власника, відсутні державні правила регулювання операцій з криптовалютами. Тому нині популярні *utility token* – опціони на отримання певних послуг або товарів. Спочатку в документації до *ICO* обумовлюються умови цього контракту, за якими він виконується, а механізм виконання закладений у самому токені.

Отже, криптовалюти та технологія блокчейн ведуть до подальшої глобалізації, відкритості ринків і формування єдиної інформаційної та фінансової мережі.

11.5. Валютний дилінг у фінансових установах

Початкове призначення ринку *FOREX* – дати можливість банкам і корпораціям вільно обмінюватися валютою для своїх господарських потреб. Однак сьогодні він асоціюється з інструментом валютних спекуляцій.

За даними Банку міжнародних розрахунків, нинішній щоденний трейдинг на *FOREX* становить понад 4 трлн дол. США. Обсяг одного контракту з реальною поставкою валюти на другий робочий день (ринок спот) зазвичай становить близько 5 млн дол. США, а вартість одного конвертаційного платежу – від 60 до 300 дол. Крім того, учасником витрачається близько 6 тис. дол. на місяць на міжбанківський інформаційно-торговий

термінал. Отже, на ринку *FOREX* не проводять прямих конвертацій невеликих сум.

Для реалізації торгівлі валютою фізична особа може скористатися послугами посередників: банків, брокерів і дилінгових центрів. Найбільш поширений варіант – робота через брокерську контору чи підрозділ банку з виконанням її функцій. Контора виконує заявку, купуючи чи продаючи необхідний актив, і тут часто використовується позичковий капітал або «плече». Інвестор, вступаючи у договірні відносини з нею, попередньо надає як заставу визначену суму, з якої покриватимуться можливі збитки за його позиціями. Типовими умовами роботи для багатьох брокерських контор є заставна сума в 50–100 тис. дол. США і надання двадцятикратного «плеча». Тобто, поклавши на рахунок контори 100 тис. дол., інвестор може оперувати капіталом на загальну суму у 2 млн дол. Йдеться не про реальне придбання валюти, а про купівлю з обов'язковим наступним продажем (чи навпаки), тобто про торгівлю, яка називається *маржинальною*, або спекулятивною. Вона означає придбання валюти не для використання, а для наступного продажу за більш високою ціною з метою отримання прибутку.

На світових валютних ринках домінують великі міжнародні банки, щоденний обсяг операцій яких перевищує декілька мільярдів доларів США, наприклад *ABN AMRO Bank*, *Credit Suisse* та інші. Самі банки працюють з угодами на суму від 1 млн дол. США і можуть обійтися без позичкового капіталу.

Банки проводять операції на валютному ринку через підрозділи валютного дилінгу, що складаються з двох відділів – дилінгового та розрахунків за валютними операціями. У *дилінговому відділі* працюють групи фахівців, що займаються проведенням конверсійних, кредитно-депозитних операцій, а також обслуговуванням клієнтів, які здійснюють за посередництвом банку операції на валютному ринку. Основними функціями відділу розрахунків за валютними операціями є отримання та перевірка правильності оригіналів угод, оформлення платіжних документів для перерахування коштів банкам-кореспондентам, контроль за реальним рухом коштів, перевірка та оплата рахунків брокерських фірм, які виступали посередниками під час укладання угод.

Валютний дилінг – це спекулятивна банківська операція щодо купівлі-продажу валюти на біржі через своїх співробітників-дилерів. Він включає торгівлю валютою як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринку країни.

Виокремлюють *фінансовий дилінг* або *валютно-фінансовий,* характерною рисою якого є арбітраж на різних ринках і фінансових активах з відкриттям валютних та процентних позицій, що пов'язані з ризиком.

Розрізняють простий і складний фінансовий дилінг. *Простий дилінг* – це арбітраж двох фінансових активів, наприклад конверсійні операції типу долар/гривня. *Складний дилінг* – це операції з цінними паперами (валютними облігаціями – ОВДП, векселями тощо), арбітраж на банківських кредитах і депозитах[1]. До складного фінансового дилінгу належить процентний арбітраж або гра на очікуваннях зміни рівня процентних ставок, наприклад, дилінг на свопи.

Дилінг у класичній формі являє собою два види короткострокових операцій:

1) депозитні операції з регулювання поточного валютного коррахунку. Якщо не вистачає коштів для платежів, то банк залучає короткострокові валютні депозити. Якщо ж утворюється постійний надлишок, то його розміщують на міжбанківському ринку;

2) конверсійні валютні операції. Банки здійснюють конверсію коштів з однієї валюти в іншу за дорученням клієнта, а також спекулюють на змінах валютного курсу для отримання *арбітражного прибутку* (від різниці валютних курсів на різних ринках або нарізних часових інтервалах). У дилінгу між банками діє принцип дзеркальних послуг «Якщо я тобі виставлю двостороннє котирування, то ти мені теж».

---

[1] Наприклад, банк, залучаючи доларові депозити, конвертує валюту за поточним курсом на конверсійному ринку, а отримані гривні вкладає в ОВДП або депозитні сертифікати НБУ. Для того щоб повернути залучений депозит, потрібно зробити зворотну операцію купівлі доларів. Вона може бути здійснена або безпосередньо в момент закінчення депозиту, або заздалегідь на форвардному ринку. У другому випадку здійснюється операція своп, що полягає в одночасному продажу та купівлі валюти з різними датами конвертації на однакову суму.

Більшість угод між суб'єктами дилінга в Україні припадають на гривні і долари США. Якщо учасниками внутрішнього українського ринку гривня/долар в основному є банки, то на світовому ринку *FOREX*, крім банків, працюють брокерські контори, фінансові компанії та приватні інвестори. Здійснюючи дилінг, банки працюють з провайдерами. *Провайдер* (англ. *provider* – постачальник) – це мозковий центр, де акумулюється інформація про потреби банків в ультракоротких грошах. Грошову масу для провайдера забезпечують *дилери*, які збирають великі суми грошей.

Ефективність дилінгу залежить від:

– наявності достатнього обсягу капіталу;

– необхідного інформаційного забезпечення;

– рівня комунікацій (інформаційно-дилінгових систем, що призначені для технічного аналізу коротко- і довгострокових тенденцій зміни курсу валют);

– професіоналізму дилерів.

Для забезпечення ефективності дилінгу в інших країнах існують спеціальні ***дилінгові центри*** (далі – ДЦ), які створюються при банках та інвестиційних компаніях. Це дозволяє компаніям реального сектору ефективно проводити високоприбуткові операції з тимчасово вільними грошовими коштами, а банкам та інвестиційним інститутам – акумулювати кошти домогосподарств.

ДЦ створюються для надання специфічних послуг фізичним особам щодо здійснення валютних операцій на *FOREX*. Брокер не може торгувати на *FOREX* безпосередньо. Участь у торгах йому забезпечують посередники – брокерська компанія чи ДЦ. Вартість мінімального контракту на *FOREX* має становити 5 млн дол. США, тобто з реальними поставками працюють великі учасники ринку.

До ДЦ висуваються певні вимоги: 1) надання необхідного обсягу інформації; 2) надання технічних можливостей для аналізу; 3) забезпечення роботи у режимі реального часу (*on line)*.

Поставки на *FOREX* відбуваються через робочий день (спотові поставки). Висока вартість кожної операції виключає можливість безпосередньої роботи трейдера з невеликим рахунком на біржі, тому від імені багатьох з них виступає посередник,

який акумулює їх кошти та діє від свого імені і за свій рахунок. ДЦ і брокерські компанії заробляють комісійні за рахунок трейдерів за кожну торгову операцію або на спреді – різниці між цінами купівлі та продажу валюти. Кількість дрібних інвесторів у ДЦ величезна, а проведені операції різноспрямовані. Тож усередині ДЦ виникає ситуація внутрішнього взаємозаліку або кліринг, що дозволяє не виходити з операціями на *FOREX* і економити на комісії.

Вибираючи посередника для торгівлі на *FOREX*, трейдер повинен оцінювати його за такими критеріями: а) ділова репутація компанії; б) термін роботи на ринку; в) країна реєстрації та юрисдикція дії договору; г) умови торгівлі (спред, ввезення та виведення коштів тощо). На спеціалізованих сайтах в інтернеті можна ознайомитися з рейтингами ДЦ та відгуками про їх роботу. До того, як приймати остаточне рішення щодо відкриття рахунку, рекомендується випробувати роботу центру на деморахунку.

Продаж валюти на ринку *FOREX* відбувається в необмежених обсягах у всіх напрямах. Жодного органу, що регламентує торгівлю валютою, не існує, а ціни формуються виключно попитом і пропозицією. Робота *FOREX* мало відрізняється від роботи обмінного пункту банку, де курси валют визначаються виключно попитом і пропозицією на ринку.

Операції проводяться трейдером з використанням спеціальних комп'ютерних програм – ***торгових платформ***, а найбільш поширеними є *MetaTrader*, *Rumus* і *ActTrader*. Кожна платформа, незалежно від різновиду, має основну функцію – відкриття та закриття торговельних валютних позицій. Трейдер завантажує платформу на свій комп'ютер під час відкриття рахунку у ДЦ або брокерській компанії. Заставна сума становить 2 тис. дол. США, а кредитне плече – 1:100.

З метою популяризації та залучення клієнтів фахівці ДЦ банку проводять безкоштовне навчання за спеціально розробленою програмою, тобто всі бажаючі можуть спробувати проведення операцій на ринку *FOREX* без фінансового ризику. Для цього необхідно зареєструвати деморахунок на веб-сайті банку, робота з яким нічим не відрізняється від роботи з реальним рахунком.

Можна виділити декілька найбільш великих і надійних іноземних брокерських контор, які надають послуги валютного дилінгу через Інтернет:

1) *Killiney Investments S.A.* /Берн/ (http://fin-trade.com);

2) *CMC* /Лондон/ (http://www.forex-cmc.com);

3) *Unioncal* /Лондон/ (http://www.unioncal.com);

4) *GNI* /Лондон/ (http://www.gni.co.uk);

5) *IG Index* /Лондон/ (http://www.igindex.co.uk);

6) *Dollarinvest* /Цюрих/ (http://www.dollarinvest.com);

7) *Midas* /Копенгаген/ (http://www.forextrading.com);

8) *Tullet&Tokio* /Лондон/ (http://www.tullett.co.uk).

Для здійснення операцій на валютному ринку необхідні спеціальні фінансові інформаційні системи. Вони виконують роль пасивного джерела інформації та демонструють інвесторам тенденції, що складаються на ринку за рахунок застосування засобів технічного аналізу динаміки котирувань. Визнаними лідерами є *Telerate*, *Reuters*, *Tenfore*, *Bloomberg* і *Bridge*. Найбільш популярними, хоча і більш дорогими, є продукти перших двох[1].

Якісне інформаційне забезпечення є головною складовою дилінгових систем, оскільки курси валют на світових ринках постійно змінюються. Кожний учасник ринку повинен адекватно відреагувати, прийнявши швидке та оптимальне рішення щодо коригування своїх коливань. Для цього йому необхідно обробити великий масив інформації, що міститься в оприлюднених біржових котируваннях, біржовій аналітиці, аналітичних оглядах, новинах у сфері фінансових ринків, інформаційних повідомленнях уряду тощо.

---

[1] До основних переваг продуктів фірми *Dow Jones Telerate* відносять високий рівень технічного аналізу ринку та наявність заснованих на ньому підказок щодо прогнозів. У продуктів фірми *Reuters* особливо відзначають високий рівень інформаційного забезпечення. Вартість основних продуктів вищевказаних фірм становить: *Dow Jones Workstation* – 1 750 дол. США на місяць. Первісний внесок – 7 000 дол. (внесок за 3 місяці + встановлення). *Money*-2000 (*REUTERS*) – 1 600 дол. на місяць. Перший внесок – 5 800 дол. США (внесок за 6 місяців + встановлення). Ціни на продукти компаній *Bloomberg* і *Tenfore* є нижчими (від 1 000 дол. США на місяць).

В умовах інформаційної невизначеності комп'ютер учасника, що підключений до глобальної інформаційної мережі, оснащений відповідним програмним забезпеченням. Набір техніки для робочого місця дилера подано на рис. 11.8.

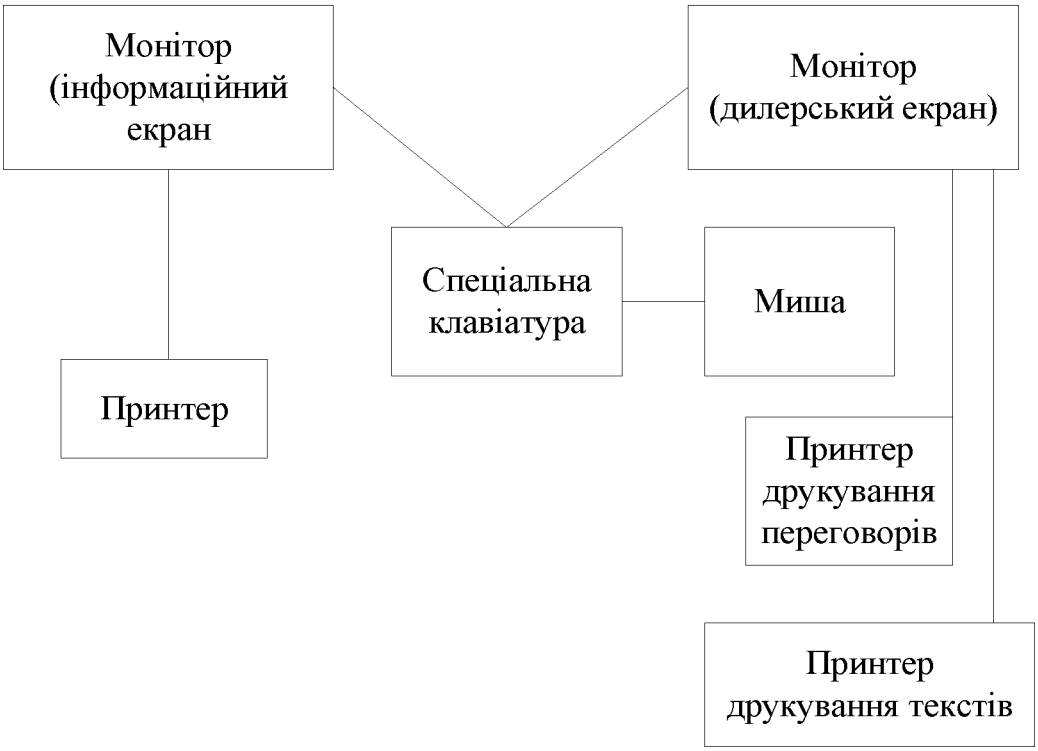


Рис. 11.8. Схема мінімального набору техніки робочого місця дилера

Дилінгова система компанії *Reuters* у найпростішому варіанті має три комп'ютери: один – для здійснення операцій на валютно-грошовому ринку; два інших – для безперервного отримання економічної, фінансової та іншої інформації. При цьому всі комп'ютери в мережі пов'язані між собою. Дилер зі свого термінала «виходить» на банки (кожний банк у мережі має дилінг-код). Спілкування ведеться за допомогою стандартизованих запитів і відповідей. Зазвичай дилер визначає котирування валют з поставкою сьогодні або завтра, відсоток, під який беруть чи дають гривневі чи валютні депозити, або відразу виходить на ринок з певною сумою згідно із запитом банку-клієнта. Мета – вибрати такий момент, коли ринок буде у нижній точці (якщо потрібно купити валюту) або верхній (якщо потрібно продати) або те і інше, що потрібно для спекулятивних операцій (купити дешевше –

продати дорожче). Те саме і про депозитні угоди: дешевше залучити ресурси, дорожче розмістити.

Відмінний підхід до організації дилінгових систем і ДЦ запропонувала відома у розвинених країнах компанія *American Foreign Exchange Trust (AFT)* – один із піонерів цілодобової роботи з валютами. Фахівці *AFT* починають свою роботу на початку тижня з моменту відкриття біржі Японії, а закінчують у кінці тижня із закриттям біржі в Нью-Йорку. Це дозволяє безперервно стежити за коливаннями курсів валют у всьому світі. Режим роботи протягом двадцяти чотирьох годин дає можливість захищати її користувачів від можливої непередбачуваної зміни курсів валют в окремій країні.

Як систему, що забезпечує роботу ДЦ, можна навести приклад міжнародної телекомунікаційної системи фінансово-економічної інформації *Tenfore*. Вона надає в режимі реального часу інформацію про котирування від усіх найбільших бірж і банків світу за всіма фінансовими інструментами, а також новини міжнародних агентств (*AFX, Knight Ridder News, France Press* тощо). У ролі інформації використовують: 1) котирування валют, цінних паперів та похідних; 2) процентні ставки грошових ринків; 3) ціни сировинних і товарних ринків; 4) міжнародні індекси акцій, облігацій і сировини; 5) фінансово-економічні новини.

Винятковою зручністю системи *Tenfore* є її повна орієнтація на потреби конкретного користувача. Вона дозволяє фільтрувати потік даних і отримувати інформацію в заздалегідь заданому форматі. *Tenfore* була обрана організаторами ДЦ як найбільш інформативна, оперативна і проста в експлуатації. Унікальність проекту щодо цілодобового ведення дилінгових операцій на світовому валютному ринку в режимі реального часу заснована на угодах з використанням кредитної лінії, що у 100 разів перевищує суму внеску: надаючи заставу у 1 000 дол., можна здійснити купівлю і продаж валютного контракту, що еквівалентний 100 000 дол. США. Ця кредитна лінія дозволяє (за успішного ведення операцій) з невеликими власними вкладеннями досягти високого ступеня дохідності.

В Україні за останні 15 років ринок *FOREX* суттєво збільшився, незважаючи на відсутність законодавчого регулювання. Його характерними рисами стали махінації, втрачені гроші та виведення валюти на іноземні рахунки через дилінгові системи[1]. Для того щоб подолати кризові події на *FOREX,* що розпочалися в 2008–2009 рр., 2012 р. НБУ обмежив право на проведення арбітражних операцій на умовах маржинальної торгівлі для фізичних осіб: такі операції дозволені виключно банкам. Це було зроблено для обмеження *FOREX*-операторів, проте механізм ліцензування ДЦ відсутній. Офіційно вони надають інформаційні, а не фінансові послуги. Валютні дилери вітчизняних банків для проведення операцій на внутрішньому і зовнішньому ринках мають змогу користуватися послугами міжнародних інформаційних агентств *Reuters*, *Bloomberg*, що розширює можливості розвитку валютного дилінгу в Україні.

Контрольні запитання

1. Визначте сутність валютного ринку?
2. Якою є традиційна сегментація валютного ринку?
3. Охарактеризуйте місце валютного рину у складі фінансового ринку?
4. Хто є суб'єктами валютного ринку?
5. Які основні функції виконує валютний ринок в економіці?
6. Що таке валюта і її конвертованість?
7. Валютний курс: поняття, види, функції.
8. Які фактори впливають на валютний курс?
9. У чому полягає сутність котирування валют?
10. Які існують види валютних операцій?
11. Охарактеризуйте режими валютного курсу.
12. Що таке регіональні валютні системи?
13. Як змінювалася роль золота у процесі еволюції світової валютної системи?

---

[1] Найпоказовішим випадком була історія *MMCIS Group*, яка мала всі ознаки фінансової піраміди.

14. Валютна політика держави: поняття, інструменти, напрями.

15. У чому полягає міжнародне регулювання світової валютно-кредитної системи?

16. Критерії та наслідки введення євро для економіки Євросоюзу.

17. Платіжний баланс: структура та інструменти регулювання.

18. Яку роль відведено золотовалютним резервам у валютній політиці держави?

19. Яке місце посідає валютний дилінг у сучасній валютній системі?

20. Від чого залежить дилінг валютних операцій?

Тести

1. Принципи функціонування Бреттон-Вудської валютної системи не включають такий пункт:

а) прикріплювання до долара валюти держав – членів МВФ;

б) прирівнювання долара до золота за визначеним паритетом;

в) впровадження колективної міжнародної одиниці СДР;

г) неможливість відхилення курсів валют відносно долара більше ніж на 1 % в обидва боки без відповідної згоди МВФ.

2. Систему золотого стандарту було запроваджено рішенням конференції:

а) Генуезької;

б) Паризької;

в) Ямайської;

г) Бреттон-Вудської.

3. Які міжнародні платіжні та розрахункові засоби випускає з 1970 р. МВФ, що мають таку скорочену назву:

а) ЄПУНІТ;

б) СДР;

в) екю;

г) євро.

4. Яка вимога не входить до «п'яти критеріїв Маастрихта»:

а) дефіцит державного бюджету не може перевищувати 3 % ВВП країни;

б) річні темпи інфляції мають відхилятися не більше ніж на 1,5 % від середнього показника трьох кращих країн ЄС;

в) норма обслуговування державного боргу не може перевищувати 20 %;

г) банківські облікові ставки з довгострокових кредитів не можуть бути більшими ніж на 2 пункти від середнього показника трьох країн з найнижчими ставками.

5. Яке завдання не є метою створення МВФ?

а) застосування валютних обмежень у міжнародному співробітництві;

б) сприяння розширенню й збалансованому зростанню світової торгівлі;

в) стимулювання валютної стабільності, забезпечення належного функціонування механізму регулювання валютних відносин країн-членів;

г) стимулювання міжнародного співробітництва у валютній сфері;

д) скорочення тривалості взаємних міжнародних розрахунків між державами-членами.

6. Складова платіжного балансу країни – рахунок поточних платежів – не включає:

а) товарний експорт;

б) транспортні послуги іноземним державам;

в) чисті доходи від інвестицій;

г) зміни в активах країни за кордоном.

7. Який вплив на фізичний обсяг експорту та імпорту США матиме суттєве зниження ціни долара в іноземних валютах:

а) експорт та імпорт зростуть;

б) експорт зросте, а імпорт знизиться;

в) експорт та імпорт знизяться;

г) суттєво не вплине ні на експорт, ні на імпорт.

8. За зміни обмінного курсу гривні відносно долара США з 28 до 25 гривень за долар:

а) курс долара підвищився щодо гривні;

б) курс долара не змінився;

в) долар знецінився відносно гривні;

г) впав на 10,7 цента.

9. Обмеження, що не передбачені частковою конвертованістю валюти:

а) платежі за результатами зовнішньої торгівлі;

б) переказ прибутків від інвестицій;

в) грошові перекази некомерційного характеру;

г) інвестиційні валютні операції.

10. Євровалютний ринок – це:

а) ринок, де здійснюються валютні операції банками країн Євросоюзу;

б) валютний ринок країн Євросоюзу, на якому здійснюються операції у доларах;

в) частина ринку позичкового капіталу, на якому здійснюються депозитні операції в іноземній валюті за межами країн-емітентів цих валют;

г) ринок, на якому здійснюються операції виключно у євро.

Список рекомендованих джерел

1. Андрианов В. Золотовалютные резервы: формирование, структура и эффективность использования / В. Андрианов // Маркетинг. – 2008. – № 4. – С. 3–14.

2. Белінська Я. В. Валютно-курсове регулювання: проблеми теорії та практики : [монографія] / Я. В. Белінська. – К., 2007. – 372 с.

3. Белінська Я. В. Девальвація гривні в Україні: умови, чинники і заходи подолання / Я. В. Белінська // Науковий вісник [Буковинського державного фінансово-економічного університету]. Економічні науки. – 2014. – Вип. 26. – С. 152–163.

4. Белінська Я. В. Концептуальні підходи до стабілізації грошового обігу в умовах кризи / Я. В. Белінська, Н. С. Козій //

Економічний вісник університету : зб. наук. праць учених та аспірантів ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький ДПУ імені Григорія Сковороди». – 2016. – Вип. 29/1. – С. 274–282.

5. Белінська Я. В. Проблеми розвитку зовнішньоекономічної діяльності України / Я. В. Белінська // Економічний вісник.– 2017. – Вип. 1. – С. 12–21. – (Серія «Фінанси, облік, оподаткування»).

6. Белінська Я. В. Феномен криптовалюти: сутність, механізм виникнення, проблеми використання / Я. В. Белінська // Економічний вісник. – 2018. – № 2. – С. 11–21. – (Серія «Фінанси, облік, оподаткування»).

7. Бєляєв Д. О. Структура класів активів золотовалютних резервів / Д. О. Бєляєв // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 5. – С. 139–145.

8. Бутюк О. І. Валютно-фінансові відносини : [навч. посіб.] / Бутюк О. І. – К. : Знання, 2006. – 349 с.

9. Валютно-курсова політика України : [монографія] / М. І. Крупка, М. І. Кульчицький, Н. В. Жмурко, Д. В. Ванькович. – Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2012. – 366 с.

10. Васенко В. Валютно-фінансовий механізм зовнішньоекономічної діяльності : навч. посіб. для ВНЗ / В. Васенко. – К. : Центр навчальної літератури, 2004. – 215 с.

11. Галушка Є. О. Сутність криптовалют та перспективи їх розвитку / Є. О. Галушка, О. Д. Пакон // Молодий вчений. – 2017. – № 4 (44). – С. 634–638.

12. Гроші та кредит : підруч. / [М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін.] ; за заг. ред. М. І. Савлука. – К. : КНЕУ, 2010. – 604 с.

13. Дзюблюк О. Валютна політика : [підруч.] / О. Дзюблюк. – К. : Знання, 2007. – 422 с.

14. Куцевол М. А. Поняття та економічна природа криптовалюти [Електронний ресурс] / М. А. Куцевол, О. А. Шевченко-Наумова. – Режим доступу : http://ir.kneu.edu.ua:8080/bitstream/2010/16391/1/79-85.pdf

15. Маланов О. Проблемы и риски криптовалют [Электронный ресурс] / О. Маланов. – Режим доступа : https://habrahabr.ru/company/kaspersky/blog/341552.

16. Пректер Э. Технические проблемы современных криптовалют [Электронный ресурс] / Э. Пректер. – Режим доступа : https://navimann.livejournal.com/977715.html

17. Шевчук І. М. Міжнародні розрахунки і валютні операції: [навч.-метод. посіб.] / І. М. Шевчук. – Львів : ЛКА, 2004. – 147 с.

18. Шемет Т. С. Теорія і практика валютного курсу : навч. посіб. / Т. С. Шемет ; за ред. О. І. Рогача. – К. : Либідь, 2006. – 360 с.

19. Beirne J. Exchange Rate Pass-through in Central and Eastern European Member States. / J. Beirne, M. Bijsterbosch // Working Paper Series. – 2009. – №. 1120. – P. 112–120.

20. Frankel J. Mundell. Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries. // Frankel J. / IMF Staff Papers. – 2005. – №. 52.– Vol. 2. – P. 149–192.

21. Grui A. Applying Foreign Exchange Interventions as an Additional Instrument Under Inflation Targeting / A. Grui, V. Lepushynskyi // The Case of Ukraine. Visnyk of the National Bank of Ukraine. – 2016. – №. 238. – P. 39–56.

РОЗДІЛ 12
КРЕДИТНИЙ РИНОК

12.1. Кредити: принципи, форми, види та функції.

12.2. Організація та функціонування кредитного ринку.

12.3. Види та форми державного кредиту.

12.4. Процес банківського кредитування та визначення вартості кредитних ресурсів.

12.5. Оцінювання кредитоспроможності позичальника.

12.1. Кредити: принципи, форми, види та функції

Поняття «кредит» походить від латинського слова *creditum*, що означає «позика або борг». При цьому його часто пов'язують з близьким за значенням терміном *credo*, тобто «вірю», і у цьому випадку кредит вважається борговим зобов'язанням, що безпосередньо пов'язане з довірою суб'єкта, який передав певну цінність іншому. У широкому розумінні кредит – грошові та матеріальні цінності, що надаються кредитором у користування позичальнику на визначений строк та під відсоток. Якщо надання цих коштів має безповоротний і безстроковий характер, то це *фінансування*.

Принципи надання кредиту позичальнику такі:

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

Принципи зворотності та строковості означають, що кредит має бути повернений позичальником у визначений у кредитному договорі строк. Від дотримання цих принципів залежить можливість кредитора надавати нові кредити, оскільки повернені позики є одним із джерел кредитних ресурсів. Порушення принципів зворотності та строковості призводить до виникнення

простроченої заборгованості за кредитами та погіршення якості кредитного портфеля.

Принцип платності полягає в тому, що у процесі кредитування від позичальників вимагається не лише повернення кредиту, а й сплата відсотків за його користування. За рахунок останніх кредитори покривають свої витрати з залучення ресурсів, оформлення кредитних договорів, а також супроводження кредиту. Платність кредитів впливає на фінансовий менеджмент позичальників щодо вибору оптимальних джерел фінансування балансування цінових і нецінових факторів. До нецінових факторів (з позиції позичальників-юридичних осіб) відносять:

– вимоги кредиторів до ділової репутації, кредитоспроможності позичальника, його бухгалтерської (фінансової) звітності;

– швидкість надання кредитів; можливість для позичальників збереження сформованої структури управління;

– можливість відображення кредиту за балансом і віднесення витрат на залучення коштів на собівартість виробленої продукції (робіт, послуг);

– отримання від кредиторів додаткових послуг, особливого індивідуального підходу;

– формування кредитної історії компанії на ринку.

Принцип платності знаходить відображення у внутрішніх регламентах кредиторів (наприклад, у документах про кредитну, процентну політику), у договорах з позичальниками, де визначається кредитна процентна ставка, різні комісії, а також штрафні санкції за невиконання або неналежне виконання позичальниками договірних зобов'язань.

Цільовий характер кредитування передбачає використання отриманого кредиту лише на конкретні цілі, що вказані у кредитному договорі. Цільове використання кредиту легше простежити за умови відкриття позичальником поточного рахунку в банку. Дотримання цього принципу забезпечує своєчасність повернення кредиту, адже тільки реалізація цілі, на яку отримано кредит, забезпечить необхідну суму коштів для його погашення.

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

історично передувала грошовій формі, а нині використовується за продаж товарів у розстрочку, оренду майна (зокрема, лізингу обладнання), прокат речей тощо.

Залежно від того, хто є кредитором в угоді, виділяють комерційний (господарський), банківський, споживчий, державний і міжнародний кредит.

Комерційний (господарський) кредит – це кредит, що надається підприємствами-постачальниками підприємствам-покупцям через відстрочку платежу за реалізовані цінності або покупцями продавцям у вигляді авансу або передоплати за товари, що постачаються. У результаті суб'єкт господарювання може одночасно бути і кредитором, і позичальником. Комерційний кредит є торговельною формою кредиту у вигляді реалізації товарів, надання послуг, виконання робіт. Учасники таких кредитних відносин можуть використовувати платіжні засоби у вигляді векселів.

Банківський кредит – це кредит, що надається банками своїм клієнтам у грошовій формі. Відповідно до Закону України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 № 2121-III *банківський кредит* – будь-яке зобов'язання банку надати певну суму грошей, будь-яка гарантія, будь-яке зобов'язання придбати право вимоги боргу, будь-яке продовження строку погашення боргу, яке надано в обмін на зобов'язання боржника щодо повернення заборгованої суми, а також на зобов'язання на сплату процентів та інших зборів з такої суми.

Споживчий кредит – це кредит, що надається домогосподарствам у товарній і грошовій формах для купівлі землі, нерухомості, транспортних засобів, інших предметів особистого вжитку. Кредиторами тут виступають як спеціалізовані фінансово-кредитні установи, так і будь-які юридичні особи, які здійснюють реалізацію товарів або послуг. Відповідно до Закону «Про споживче кредитування» від 15.11.2016 № 1734-VIII *споживчий кредит* – грошові кошти, що надаються споживачу (позичальникові) на придбання товарів (робіт, послуг) для задоволення потреб, не пов'язаних з підприємницькою, незалежною професійною діяльністю або виконанням обов'язків найманого працівника.

Державний кредит – це грошові кошти, що надаються у борг державі (в особі центральних і місцевих органів влади) для покриття її витрат, або кредити, що надаються самою державою як кредитором (другий варіант менш поширений). Виникнення державних витрат пов'язано з виконанням економічних і соціальних програм розвитку суспільства й утворенням дефіциту бюджету. У ролі кредиторів держави виступають домогосподарства, фінансові та нефінансові корпорації. До державного кредиту належить надання державою гарантій за позиковими зобов'язаннями всіх цих суб'єктів.

Міжнародний кредит – це кредит у товарній і грошовій формах, що надається один одному іноземними комерційними партнерами та державами. Товарні кредити використовуються за реалізації найбільших інвестиційних проектів і будівництва великих об'єктів. Грошові кредити надаються банками, консорціумами банків і міжнародними фінансовими інститутами, а призначені вони для виробничих і стабілізаційних цілей.

У сучасних умовах основною формою кредиту є банківський кредит. Виділяють також і інші форми кредитів. *Іпотечний кредит* – це форма майнового кредиту під заставу нерухомого майна. Такий договір нотаріально посвідчується та реєструється у поземельній книзі. *Бланковий* – це незабезпечений заставою або іншими формами кредит під авторитет позичальника та підвищену процентну ставку банку. *Консорціумний кредит* – це форма кредиту, що надається банківським консорціумом[1] шляхом:

– акумулювання кредитних ресурсів у визначеному банку з подальшим наданням кредиту позичальникам;

– гарантування загальної суми кредиту провідним банком або групою банків;

– зміни гарантованих банками квот кредитних ресурсів за рахунок залучення інших банків для участі в консорціумній операції.

---

[1] *Банківський консорціум* – це тимчасове об'єднання банків, які створюються для координації дій при проведенні різних банківських операцій або для кредитування однієї, але великої угоди.

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

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

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

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

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

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

Кредитна лінія – це згода кредитора надати кредит протягом певного періоду в розмірах, що не перевищують заздалегідь обумовленої суми. Вона відкривається, як правило, на рік, але її можна відкрити й на коротший період. Відкрита кредитна лінія дає змогу оплатити за рахунок кредиту будь-які передбачені у кредитній угоді розрахункові документи, що укладаються між підприємством та банком. Розрізняють два види кредитних ліній: сезонну й постійно відновлювальну.

Протягом строку дії кредитної лінії підприємство може будь-коли одержати позику без додаткових переговорів з банком та інших формальностей. Проте за банком зберігається право відмовити підприємству у позиці в межах затвердженого ліміту,

якщо банк виявить погіршення фінансового стану позичальника. Через це кредитну лінію відкривають підприємствам зі стійким фінансовим становищем і належною репутацією. На прохання підприємства ліміт кредитування можна переглянути.

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

Для підприємства у банку може відкриватись спеціальний позичковий ***рахунок-контокорент*** (італ. *conto corrente* – поточний рахунок) – єдиний рахунок, на якому враховуються всі операції підприємства. На ньому відображуються, з одного боку, погашення кредиту та інші платежі з доручення підприємства, з іншого – кошти, що надходять підприємству (виручка від реалізації продукції, наданий кредит та інші надходження). *Контокорент* – це поєднання позикового рахунку з поточним, і він може мати дебетове та кредитове сальдо. Контокорентний кредит може використовуватись для фінансування придбання засобів виробництва, готової продукції, виробничих запасів, а також подолання тимчасових фінансових труднощів.

Характерні особливості контокорентного кредиту: 1) встановлення ліміту кредитування; 2) можливість скасування кредитної угоди будь-коли. Він має певні переваги для підприємства-позичальника: 1) відсотки за кредит нараховуються лише за фактичні дні користування; 2) кредитними коштами підприємство може скористатись будь-коли без укладення додаткової кредитної угоди.

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

Переваги такого кредиту для підприємства:

– гарантування того, що кредити підприємства своїм контрагентам можуть бути рефінансовані в банку за вигідною відсотковою ставкою;

– відсутність у вимогах банків додаткових гарантій від підприємств у зв'язку з наявністю солідарної відповідальності за векселем;

– поліпшення умов ліквідності суб'єкта господарювання.

Надання облікового кредиту здійснюється на підставі поданої підприємством заяви на дисконтування векселів. Банк ретельно перевіряє репутацію підприємства-векселедавця, а також підприємства-пред'явника векселя. Коли їх фінансовий стан є позитивним, банк дисконтує векселі. При цьому він залишає за собою право повернути ті векселі, які викликають підозру. Розмір та термін дії вексельного кредиту залежать від строку пред'явленого векселя. Термін, на який видається вексель, не може перевищувати 90 днів.

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

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

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

Акцептний кредит – це позика, що передбачає акцептування банком інкасованої підприємством-позичальником тратти за умови, що підприємство надає у розпорядження банку вексель до строку його оплати. Його особливістю є те, що банк дає підприємству не гроші, а гарантію оплатити вексель у визначений термін. При цьому банк стає першим боржником і з економічного погляду виконує умовне зобов'язання, тобто здійснює оплату векселя лише за невиконання підприємством своїх зобов'язань. Акцептний кредит має короткостроковий характер і використовується для фінансування оборотних засобів підприємства і переважно у сфері зовнішньої торгівлі. Цей кредит дешевший для підприємств, оскільки сплачуються лише комісійні за акцепт векселя.

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

Підприємство-одержувач платежу, як і за акцептного кредиту, отримує від банку-гаранта (аваліста) умовне платіжне зобов'язання. Якщо власник векселя вносить протест у зв'язку з несплатою векселя, банк-аваліст погашає всю суму векселя за платника. За авальний кредит банк одержує комісійні, розмір яких залежить від виду вимог, що випливають з гарантії, а також терміну дії гарантії. Крім того, за наданий кредит стягується відсоток за діючими ставками.

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

– кредитування у формі попередньої оплати боргових вимог;

– ведення бухгалтерського обліку клієнта, зокрема обліку реалізації продукції;

– інкасацію заборгованості клієнта і страхування його від кредитного ризику.

В основу факторингової операції покладено принцип придбання банком рахунків-фактур підприємства-постачальника за відвантажену продукцію, тобто передачу банку постачальником права вимагати платежі з покупця продукції.

Перераховані вище та інші види кредитів наведено на рис. 12.1.

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

1) *перерозподільна функція*. Кредитні операції пов'язані передусім з акумуляцією тимчасово вільних грошових коштів суспільства, перерозподіл яких дозволяє вкладати вільний грошовий капітал у будь-який вид економічної діяльності. Капітали у грошовій формі вивільняються з видів діяльності з низькою нормою прибутковості, а згодом у формі кредиту направляються у більш прибуткові. Таким чином, кредит виступає механізмом вирівнювання норми прибутковості. З виникненням банків процеси перерозподілу грошових коштів в економіці отримали найадекватніший механізм;



Рис. 12.1. Класифікація банківських кредитів

2) *функція авансування відтворювального процесу*. На основі кредиту забезпечується безперервність кругообігу капіталу в суспільстві та прискорення кругообігу капіталу кожного позичальника, що дозволяє йому долати тимчасові розриви між потребою в коштах і їх надлишком без заморожування коштів у «резервах ліквідності». Ця функція кредиту передбачає активне використання всіх форм кредиту (комерційного, банківського, споживчого тощо) та їх гнучку трансформацію один в одного;

3) *функція створення кредитних засобів обігу*. З моменту свого виникнення кредит заміщав повноцінні гроші кредитними інструментами, зокрема векселями, банкнотами та чеками. Їх використання в безготівкових розрахунках значно скорочувало готівково-грошовий обіг, а отже, і витрати, що пов'язані з виготовленням, перерахунком, перевезенням і зберіганням готівки. Нині емісія грошей у банківській системі відбувається на кредитній основі;

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

Для сучасної науки характерне вивчення властивостей кредиту через кредитні продукти учасників кредитного ринку, ніж його економічного змісту через роль і функції кредиту в економіці, допустимі межі його залучення в оборот позичальників. У західній та вітчизняній літературі та фінансовій звітності ***кредитні продукти*** розглядаються нині як фінансові інструменти, тобто відносини, що засновані на договорі сторін, в результаті яких у кредитора виникає фінансовий актив, а позичальника – фінансове зобов'язання. При цьому вони мають як загальні для всіх фінансових активів характеристики, так і специфічні. До загальних слід віднести:

– виникнення у кредитора вимоги до прибутків/доходів або майна боржника після видачі кредиту;

– продаж кредиторами кредитних продуктів з метою отримання економічних вигод, що можуть виражатися у формі збільшення доходів (за рахунок відсотків і комісій за кредитами, можливості продажу супутніх продуктів), зростання довіри клієнтів, підвищення іміджу кредиторів тощо;

– надання кредиторами ресурсів із утриманням у себе в портфелі до настання строку їх погашення або з подальшим продажем третім особам;

– повернення позичальниками отриманих ресурсів грошовими коштами або іншими фінансовими активами.

Одночасно кредитні продукти виступають *особливим видом фінансових активів*. Їх відрізняє від інших фінансових активів насамперед поворотний характер розміщення коштів, тобто вони є борговими продуктами. Кредитні продукти характеризуються рухом вартості від кредитора до позичальника і навпаки.

Виходячи з вищевикладеного, кредит – це особливий фінансовий інструмент. Крім того, кредитні угоди повинні укладатися на основі формальних норм законодавства України, нормативних актів НБУ і традицій ділового обороту. Враховуючи економічну сутність кредиту, основними рисами договірних відносин на кредитному ринку є:

1) двосторонні відносини «кредитор-позичальник», що базуються на економічній зацікавленості сторін та оформлені у письмовій формі;

2) надання коштів у позику на умовах повернення, строковості та платності, що повинні відображатися як істотні умови відповідних договорів (кредитного договору, договору позики, договору купівлі-продажу боргових цінних паперів, лізингу, фінансування під відступлення права грошової вимоги, РЕПО, новацій тощо). Це передбачає закріплення у договорах розміру та умов кредитування (цілі кредиту, терміни повернення, способи забезпечення виконання позичальником свого зобов'язання), обов'язків позичальника за повернення кредиту та сплати процентів (розміру процентної ставки, порядку нарахування та виплати відсотків, способів погашення кредиту), інших прав та обов'язків сторін і порядку вирішення спорів. При цьому в договорах має передбачатися погашення позичальником кредиту та процентів коштами і (або) іншими фінансовими активами, а строки їх повернення повинні встановлюватися з урахуванням строків отримання доходів позичальником;

3) оформлення прав кредитора на забезпечення виконання зобов'язань боржника способами, що передбачені законодавством і

прийнятні конкретному кредитору, позичальнику і конкретній кредитній угоді (застава, поручительство, банківська гарантія, їх поєднання тощо);

4) зобов'язання позичальника використовувати отримані кошти за визначеним у договорі цільовим призначенням, що забезпечуватиме кредитору повернення коштів;

5) права сторін відмовитися від видачі (отримання) кредиту за обставин, що свідчать про непогашення кредиту, його нецільове використання тощо, що передбачені договором.

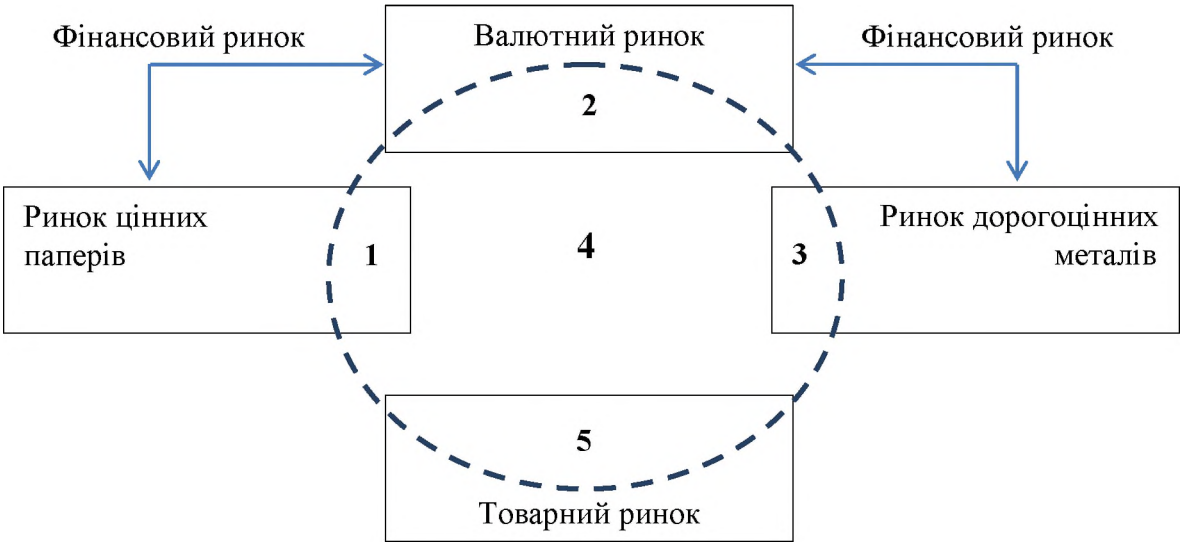
12.2. Організація та функціонування кредитного ринку

В Україні кредитний ринок є найбільш розвиненим сегментом фінансового ринку. Це обумовлено еволюцією розвитку економічних, фінансово-кредитних відносин, уподобаннями домогосподарств щодо вибору фінансових інструментів (оформлення кредитів (позик) тощо. При цьому в сучасній вітчизняній і зарубіжній економічній літературі не склалось єдиного методологічного підходу до визначення меж кредитного ринку, складу його учасників і набору інструментів. Багато авторів взагалі не застосовує термін «кредитний ринок», а оперує близькими до нього поняттями, такими як «фінансовий ринок», «ринок капіталів», «ринок позичкових капіталів», «кредитна система», «фінансово-кредитна система», «фінансовий сектор» тощо із різним змістом. Інші автори навпаки виділяють кредитний ринок як самостійний, по-різному розкриваючи його сутність.

Аналізуючи фінансовий ринок як ринок, на якому обертається безліч фінансових інструментів, потрібно розглядати кредитний ринок як самостійний сегмент, виходячи зі специфіки кредиту як економічної категорії (а не його юридичного оформлення) і відносної однорідності фінансових інструментів, що обертаються на цьому ринку, як боргових інструментів.

Для визначення меж кредитного ринку, відповідно до видів використовуваних для угод активів, слід виокремити такі види ринків: товарний; цінних паперів; валютний; дорогоцінних металів

(рис. 12.2). Саме такий розподіл ринків у практичній діяльності відображено в нормативних документах НБУ. Операції з валютою, дорогоцінними металами та цінними паперами мають багато спільного з механізмами та способами отримання прибутків, методами зниження чи мінімізації ризиків, тоді як кредити, грошові позики та депозити мають свою специфіку. Перш за все, це переважно двосторонні угоди, в яких чітко окреслені позичальники і кредитори.



1. Ринок боргових цінних паперів.
2. Валютні свопи.
3. Позики у дорогоцінних металах.
4. Банківський кредит.
5. Господарський кредит (комерційний, товарний, позики нефінансових корпорацій).

Кредитний ринок (сегменти 1 + 2 + 3 + 4).

Система кредитування (сегменти 1 + 2 + 3 + 4 + 5).

Рис. 12.2. Місце кредитного ринку та системи кредитування у ринкових умовах

Кредитний ринок є складовою фінансового та товарного ринку, оскільки на ринку будь-якого виду активів існують угоди, що за своєю сутністю є кредитними. Так, емісія боргових цінних паперів (векселів, облігацій, ощадних (депозитних) сертифікатів) свідчить про відносини у процесі надання позики чи отримання вкладу на депозитний рахунок. Крім того, угоди РЕПО, що проводяться з цінними паперами, є угодою купівлі-продажу, і за своєю

сутністю є кредитними. Те саме стосується і валютних свопів. Дорогоцінні метали – це одночасно і біржовий товар і «все ще гроші», які використовуються для кредитування. Позики в дорогоцінних металах – це угоди, що прив'язують ринок цих металів до кредитного ринку. Можна знайти також і інші способи надання коштів, що перебувають у тісному взаємозв'язку кредитного ринку з різними сегментами фінансового. Сфери товарного та кредитного ринку різняться особливим характером взаємодії. Комерційний кредит є продуктом товарного ринку, тож меншою мірою відчуває вплив загальної ситуації на фінансовому, зокрема кредитному ринках. Отже, кредитний ринок має неоднорідну структуру та тісно взаємодіє із суміжними сегментами фінансового ринку та ринку матеріальних активів.

З функціональної точки зору **кредитний ринок** – це сукупність економіко-правових відносин щодо купівлі-продажу позикового капіталу з метою забезпечення безперервності реалізації відтворювального процесу, а також задоволення потреб у ньому секторів економіки. На ньому акумулюються вільні грошові кошти (ресурси) фінансових і нефінансових корпорацій, держави, а також заощадження домогосподарств, які згодом трансформуються в об'єкт продажу (позичковий капітал) і перерозподіляються на умовах повернення, строковості та платності відповідно до попиту та пропозиції на них.

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

Усі здійснювані операції на кредитному ринку, незважаючи на відмінність у формах їх здійснення, являють собою кредитні угоди, де предметом є ***позичковий капітал***, а ціною – ***відсоткова ставка***. Вона відображає умови надання кредиту (позики), а також доступність позичкового капіталу для позичальника (користувача). Ціна кредиту (*позичковий відсоток*) відображає загальний стан попиту та пропозиції ресурсів на кредитному ринку. Вона перебуває під впливом таких чинників:

– циклічності розвитку економіки (на спаді позичковий відсоток, як правило, збільшується, на підйомі – зменшується);

– темпів інфляції (зростання її темпів призводить до підвищення номінальних відсоткових ставок на ринку);

– ефективності інструментів регулювання монетарної влади (із збільшенням рівня облікової ставки (ставки рефінансування) збільшується вартість кредиту);

– динаміки грошових накопичень (доходів) економічних суб'єктів (за тенденції їх скорочення позичковий відсоток, як правило, збільшується).

У цілому базою для встановлення рівня відсоткової ставки є *облікова ставка НБУ* (рис. 12.3), що може змінюватися залежно від цілей грошово-кредитної політики. Так, якщо НБУ має на меті скоротити грошову масу в країні (проводить політику рестрикції), облікова ставка збільшується, що призводить до подорожчання кредитів. У випадку проведення грошово-кредитної політики експансії, що спрямована на розширення грошової маси та здешевлення кредитів, облікова ставка знижується. Тобто зміни облікової ставки НБУ прямо пропорційно впливають на рівень відсоткової ставки за кредитом. У разі її зміни відсоткова ставка, що зазначена у договорі, може переглядатися та змінюватися лише на підставі взаємної згоди кредитора та позичальника.



Рис. 12.3. Фактори впливу на рівень відсоткової ставки за кредитом

Для кредитів, що надаються в іноземній валюті, необхідно враховувати також відсоткові ставки, які діють на міжнародних ринках капіталів – *LIBOR* та ін.

Врахування кредитними установами *темпів інфляції* при встановленні відсоткової ставки потрібне для недопущення знецінення ресурсів, що видані як кредит позичальнику. Як правило, банки враховують той рівень інфляції, який не покрито обліковою ставкою.

Строк кредитування прямо пропорційно впливає на рівень відсоткової ставки за кредитом: чим він довше, тим дорожчим буде кредит для позичальника. У процесі довгострокового кредитування банк бере на себе більші ризики, ніж при видачі короткострокового кредиту.

Сума кредиту обернено впливає на рівень відсоткової ставки. Зазвичай остання є нижчою за видачу великого кредиту, оскільки відносні витрати, що пов'язані з його обслуговуванням, нижчі ніж при обслуговуванні кількох малих кредитів. Крім того, великі кредити надаються, як правило, великим і фінансово стабільним клієнтам (проте можуть бути винятки: кредитор може не зменшувати відсоткову ставку за великим кредитом, коли за його підрахунками це може призвести до підвищення ризику кредитного портфеля внаслідок порушення принципу диверсифікації).

Ціна кредитних ресурсів прямо пропорційно впливає на рівень відсоткової ставки за кредитом: чим дорожче ресурси, які залучає банк, тим, за інших рівних умов, вищою буде відсоткова ставка. На ціну цих ресурсів впливають ставки за депозитами, отриманими міжбанківськими кредитами, та інші витрати, пов'язані із залученням ресурсів.

Між рівнем кредитного ризику та рівнем відсоткової ставки за кредитом прямо пропорційна залежність: із збільшенням ризику збільшується вірогідність втрат від кредитної операції. Тож більш ризиковані кредити видаються під вищу відсоткову ставку, що компенсує кредитору ризик розміщення ресурсів.

Попит на кредити прямо пропорційно впливає на рівень відсоткової ставки. Зростання попиту зумовлює підвищення ставки за кредитами. Але в умовах конкуренції між кредитними

установами та боротьби за розширення ринку послуг кредитні установи можуть не зважати на це ринкове правило. Вони можуть не підвищувати рівень відсоткових ставок за зростання попиту на кредит, керуючись тим, що нижчі відсоткові ставки дадуть змогу залучити більшу кількість клієнтів і завоювати конкурентні переваги. Чим більша *пропозиція кредитів*, тим дешевшими вони є для позичальника і навпаки.

Ліквідність і вартість застави обернено впливають на рівень відсоткової ставки за кредитом: чим вище ліквідність і вартість застави, тим, за інших рівних умов, відносно нижчою буде ставка. Це пов'язано з тим, що ліквідна застава зменшує ризик втрат у разі примусового погашення кредиту за рахунок її реалізації.

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

1) *універсальність характеру функціонування*, що являється в охопленні кредитними відносинами різних груп позичальників і наявності різноманітних кредитних продуктів, використанні для цього різних фінансових інструментів, зокрема похідних і структурованих;

2) *наявність конкуренції* як між продавцями, так і покупцями кредитних ресурсів;

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

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

5) *взаємозв'язок та інтеграція* кредитного ринку з іншими ринками та іншими сегментами фінансового ринку. Наприклад, чітко простежується взаємозв'язок кредитного ринку з товарним (через комерційні кредити), з ринком цінних паперів (через емісію та обіг боргових цінних паперів – векселів, облігацій, депозитних (ощадних) сертифікатів, а також структурованих фінансових інструментів, що забезпечені банківськими активами: заставними на нерухомість, автомобілями тощо).

Кредитний ринок виконує ряд найважливіших функцій, через які він впливає на економічну діяльність. До них можна віднести акумуляційну, перерозподільну, регулівну, стимулювальну, інформаційну, інвестиційну та соціальну функції.

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

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

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

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

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

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

Кредитний ринок є найбільшим сегментом фінансового ринку, що характеризується різноманіттям учасників і форм угод. ***Учасники кредитного ринку*** поділяються на дві основні групи – кредиторів і перших позичальників. Це юридичні особи (фінансові та нефінансові корпорації), суб'єкти загального державного управління, а також домогосподарства. З одного боку, вони розміщують тимчасово вільні кошти на кредитному ринку, з іншого – залучають їх для своїх потреб. Саме у цьому полягає головна особливість як учасників ринку, так і його самого. Водночас власників фінансових ресурсів і їх позичальників об'єднують фінансові посередники, які є невід'ємною організаційною частиною кредитного ринку (табл. 12.1).

Таблиця 12.1

Організаційна структура кредитного ринку в Україні

КРЕДИТНИЙ РИНОК				
Споживачі/ постачальники фінансових ресурсів	**Фінансові посередники**	**Допоміжні фінансові корпорацій**	**Інші фінансові корпорації**	**Регулятори**
	ВІДПОВІДНІ КОРПОРАЦІЇ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ			
Уряд. Регіональні і місцеві органи управління. Державні нефінансові корпорації. Інші нефінансові корпорації. Інші фінансові корпорації. Домогосподарства. Некомерційні організації, що обслуговують домогосподарства	**Депозитні:** НБУ. Банківські установи. Кредитні спілки. **Недепозитні:** інші кредитні установи. Юридичні особи публічного права. Фінансові компанії	Бюро кредитних історій. Рейтингові агенції. Інформаційні агенції. Фінансові консультанти. Фінансові аналітики	Кептивні фінансові установи та кредитори грошей: лихварі; ломбарди	Міністерство фінансів України. НБУ. Національна комісія, що здійснює державне регулювання ринків фінансових послуг. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Антимонопольний комітет України. Саморегулівні організації. Об'єднання професійних учасників

Найбільш повно кредитний ринок можна охарактеризувати з використанням класифікаційних ознак його поділу:

1. *За сферою обігу*: а) національні; б) світові кредитні ринки (ринки позичкових капіталів).

2. *За термінами розміщення грошових коштів*: а) короткострокові (зокрема, ультракороткі) кредити; б) середньо- і в) довгострокові кредити.

3. *За формами (видами) кредитів:* а) виробничий; б) міжбанківський; в) споживчий; г) іпотечний; д) державний кредит; ж) міжгосподарський кредит.

4. *За типом позичальників*: а) нефінансовим корпораціям; б) фінансовим корпораціям; в) домогосподарствам; г) загальнодержавному управлінню.

5. *За типом кредиторів:* а) банківські кредити; б) кредити кредитних спілок; в) державний кредит; г) кредит недепозитних корпорацій.

6. *За характером діяльності кредиторів*: а) професійні кредитори; б) непрофесійні кредитори (зокрема, лихварі); в) державний кредит.

7. *За способом надання кредиту*: а) безпосередня позика, коли кредитна угода укладається між кредиторами та позичальниками; б) кредитні титули, коли оформлення кредиту реалізується через боргові зобов'язання (векселі, корпоративні та державні облігації, казначейські зобов'язання тощо).

8. *За рівнями кредиту (еволюцією розвитку)*: а) базовий ринок (пряме кредитування від кредитора до позичальника); б) інтермедійований (кредитування через фінансового посередника); в) дезінтермедійований (кредитування без посередництва); г) деривативний (формування параметрів кредитних продуктів без безпосередньої передачі активів (ф'ючерси, опціони, свопи на кредитні продукти тощо).

З усіх видів класифікації кредитного ринку для його сегментації найчастіше використовують класифікацію за видами позичальників або кредиторів. Це найповніше відповідає самій його суті як з функціональної, так і з інституційної точок зору (табл. 12.1). Відповідно, **кредитний ринок** – це самостійний сег-

мент фінансового ринку, що являє собою сукупність економіко-правових відносин щодо купівлі-продажу тимчасово вільних коштів фінансових і нефінанансових корпорацій, сектору загальнодержавного управління, домогосподарств і некомерційних організацій, що здійснюються через фінансових посередників шляхом укладання відповідних договорів.

У сучасних умовах в Україні основними фінансовими посередниками на кредитному ринку є банківські установи (така модель відповідає моделі фінансування бізнесу, що наближена до всіх інших країн, що розвиваються). Це спричинене:

– універсальним характером банків, які кредитують інші сектори економіки, пропонують різноманітні послуги та продукти, використовують різні види фінансових інструментів, зокрема похідні та структуровані. Ця особливість відкриває банкам широкі можливості щодо диверсифікації їх кредитно-інвестиційних портфелів, а також дозволяє приймати підвищені ризики за окремими кредитними продуктами;

– індивідуальним підходом до клієнтів, виявленням їх потреб, що вимагає створення нових кредитних продуктів. Це свідчить про ініціювання банками фінансових і технологічних інновацій, що надає ринку ініціативно-інноваційного характеру;

– посиленням інсайдерської структури корпоративної власності із переважанням великих корпоративних власників. Мажоритарні власники бізнесу не зацікавлені в акціонуванні та розмиванні власності, тому віддають перевагу банківському кредитуванню;

– більш ефективним регулюванням діяльності банківських установ порівняно з іншими фінансовими посередниками;

– зосередженням торговельної активності на обмеженій групі фінансових інструментів, зокрема боргових цінних паперах на противагу пайовим у вільному обігу;

– недоступністю ресурсів ринку цінних паперів для більшості компаній середнього та малого бізнесу. Сьогодні економіку України можна виразити такою схемою: високий відсоток – високий ризик – низька рентабельність, а має бути: низький відсоток – низький ризик – висока рентабельність;

– доступністю і зрозумілістю для клієнтів банківських послуг, водночас як інші фінансові посередники набувають свого розвитку;

– низьким рівнем доходів на душу населення та низькою фінансовою грамотністю.

Нині відбувається інтеграція кредитного ринку з іншими сегментами фінансового ринку, а також банків і допоміжних учасників ринку, що є наслідком універсалізації останнього. Інтеграція знаходить свій прояв у консолідації банківського бізнесу з фінансовим і нефінансовим бізнесом. Зокрема, роздрібне кредитування спонукає об'єднання банківського і страхового бізнесу; сек'юритизація кредитів і хеджування кредитних ризиків зблизили банки з ринком цінних паперів. При цьому форми інтеграції можуть бути різними – від угод про співпрацю до фінансових супер- або мегамаркетів.

12.3. Види та форми державного кредиту

Державний кредит за своєю економічною сутністю – це сукупність економічних відносин між державою в особі органів влади та управління, з одного боку, і фізичними та юридичними особами – з іншого, за яких держава є позичальником, кредитором і гарантом. Він може бути внутрішнім і зовнішнім (рис. 12.4).

Державні позики як основна форма внутрішнього державного кредиту характеризуються тим, що тимчасово вільні кошти домогосподарств, фінансових і нефінансових корпорацій, інших організацій залучаються на фінансування суспільних потреб через випуск і реалізацію облігацій, казначейських зобов'язань та інших видів державних цінних паперів.

Облігація – найбільш поширений вид державних цінних паперів. Вона символізує державне боргове зобов'язання і надає право її власникові після закінчення певного терміну одержати назад суму боргу і відсотки. Продаючи облігацію, держава зобов'язується повернути суму боргу у визначений термін із відсотками або виплачувати відсотки протягом усього терміну користування позиковими засобами, а після закінчення цього терміну повернути і суму боргу.

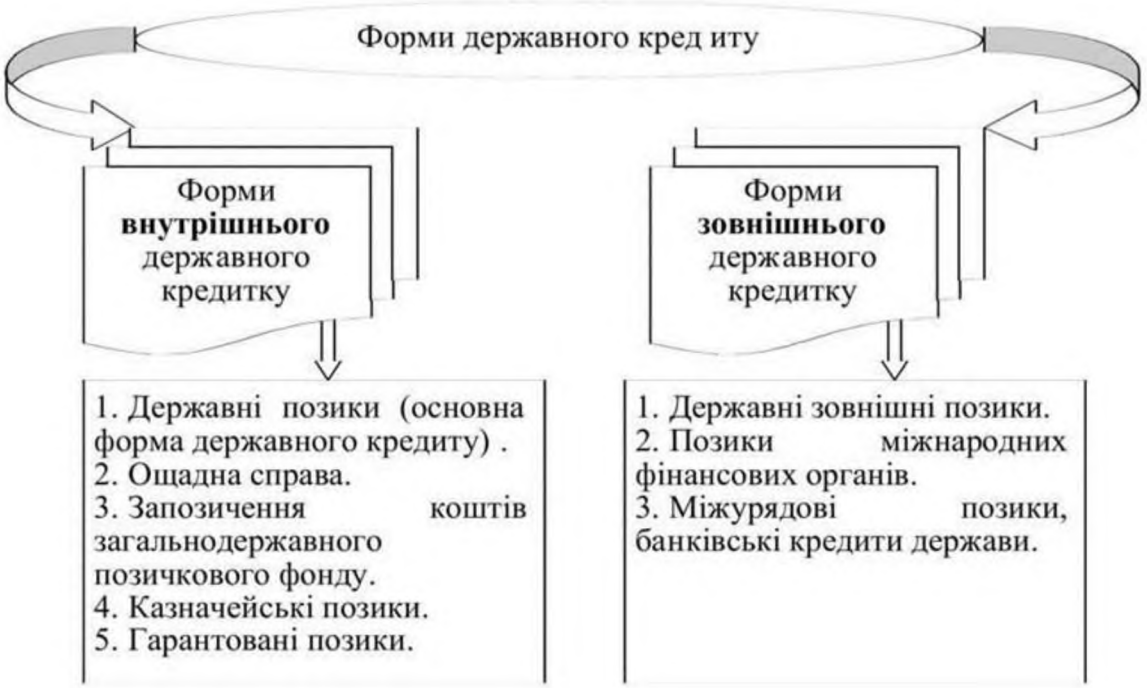


Рис. 12.4. Основні форми державного кредиту

Держава встановлює номінальну вартість (номінальну ціну) облігацій. Номінальна вартість зазначається на облігації і виражає грошову суму, надану власником облігації державі в тимчасове користування. Саме ця сума виплачується власникові облігації в момент погашення і на неї нараховуються відсотки. Проте реальна прибутковість облігацій для їхніх власників може бути вищою або нижчою ніж установлений номінальний відсоток. Це зумовлено тим, що облігації продаються за курсовою ціною, що відхиляється від номіналу. Відхилення є курсовою різницею і залежить від величини номінального відсотка за облігацією, насиченості ринку державними цінними паперами, стану кон'юнктури ринків, рівня довіри домогосподарств до уряду.

За своєю сутністю облігації державної позики є особливою формою фіктивного капіталу. Якщо джерелом доходу за цінними паперами підприємств є новостворена вартість, то відсотки за державними паперами виплачуються за рахунок доходів бюджету, оскільки кошти, отримані за державними позиками, як правило, не інвестуються у виробництво, а йдуть на фінансування бюджетного дефіциту. Інвестори в державні цінні папери стають власниками частини майбутніх податкових і неподаткових надходжень до бюджету держави. У цьому і полягає специфічність

державного фіктивного капіталу, що призводить до збільшення податкового тягаря. Тому сутність державної позики можна визначити як податок, взятий наперед (*антиципований податок*).

Казначейські зобов'язання мають характер боргових зобов'язань, що спрямовані лише на покриття бюджетного дефіциту. Виплата доходу здійснюється у формі відсотків. Казначейськими зобов'язаннями, як правило, оформляються короткострокові позики (іноді середньострокові – казначейські ноти).

Ощадна справа. У тісному зв'язку з державними позиками перебуває друга форма державного кредиту, функціонування якої опосередковується системою ощадних (депозитних) установ. На відміну від першої форми державного кредиту, коли домогосподарства та корпорації купують цінні папери за рахунок власних тимчасово вільних коштів, депозитні установи видають кредит державі за рахунок позикових коштів. Наявність посередника між державою та домогосподарствами в особі таких установ і надання ними позики державі за рахунок позикових коштів без відома їх реального власника дають змогу виділити ці відносини як особливу форму державного кредиту.

Перетворення частини вкладів домогосподарств у державні позики, що призначені на потреби держави, здійснюється через придбання особливих цінних паперів (наприклад, депозитних сертифікатів) або ринкових цінних паперів (облігацій, казначейських зобов'язань), а також оформлення безоблігаційних позик. В Україні це досягається через придбання Ощадбанком державних цінних паперів.

Використання державою коштів позикового фонду як форма державного кредиту характеризується тим, що державні кредитні установи безпосередньо (не обмежуючи цих операцій купівлею державних цінних паперів) передають частину кредитних ресурсів на покриття витрат уряду. Ця форма державного кредиту є економічно невиправданою та спричиняє інфляційні процеси.

Казначейські позики як форма державного кредиту виражають відносини з надання фінансової допомоги корпораціям і організаціям органами державної влади та управління за рахунок

бюджетних коштів на умовах терміновості, платності та зворотності. В Україні ця форма державного кредиту використовується не досить активно.

Відносини щодо лінії казначейських позик не є аналогом банківського кредитування, оскільки, на відміну від госпрозрахункових банківських структур, органи державної влади й управління надають фінансову допомогу на інших умовах і в інших цілях. Вони видаються на пільгових умовах за термінами та нормою відсотка, а можливі за фінансових труднощів корпорацій через їхнє особливе становище на ринку або погіршення економічної ситуації в країні. Казначейські позики не мають комерційної цілі, а є засобом підтримання життєво важливих для економіки структур.

В окремих випадках уряд може гарантувати безумовне погашення позики, що випущені органами влади та управління нижчого підпорядкування або окремими господарськими організаціями, а також виплату відсотків. Йдеться про умовний державний кредит – ***гарантовані позики***. Уряд реально несе фінансову відповідальність за ними лише у разі неплатоспроможності платника. Певний час Україна видавала гарантії та погоджувалася брати на себе зобов'язання за розрахунками, насамперед за поставки нафти і нафтопродуктів, газу та інших енергоносіїв. Визнання державою такої заборгованості переносить борги з фактичних боржників на все населення. Сьогодні ситуація докорінно змінилася: відбулось чітке розмежування державних фінансів і фінансів підприємств, а гарантії надаються лише на умовах платності, строковості, майнового забезпечення та зустрічних гарантій від інших суб'єктів.

Міжнародний державний кредит являє собою сукупність відносин, у яких держава виступає на світовому фінансовому ринку в ролі позичальника або кредитора. Ці відносини набувають форми ***державних зовнішніх позик***. Як і внутрішні позики, вони надаються на умовах поворотності, терміновості і платності. Сума отриманих зовнішніх позик із нарахованими відсотками включається в державний борг країни. Країнам, що потерпають

від економічних і фінансових труднощів, зовнішні позики можуть надаватися на пільгових умовах.

У цілому основною метою державних зовнішніх позик є сприяння зміцненню економічного потенціалу, подолання фінансових труднощів країни-одержувача, надання продовольчої допомоги.

Надання зовнішніх позик здійснюється за рахунок бюджетних коштів або спеціальних урядових фондів. Одержувачами позик можуть бути центральні уряди, а також місцеві органи влади. Кредиторами – фінансово-кредитні установи й інші юридичні особи іноземних держав, приватні особи, міжнародні фінансові організації, іноземні держави та їх угрупування. До них належать Світовий банк, Міжнародний валютний фонд, Європейський банк реконструкції та розвитку, держави Європейського Союзу. Усі проекти, на які можуть бути надані позики цими організаціями, поділяються на чотири групи:

1) макроекономічної стабілізації економіки країни-позичальника;

2) структурних перетворень у певних секторах економіки;

3) інвестиційні;

4) технічної допомоги.

Кредити міжнародних фінансових організацій надаються на вигідних умовах під низькі відсотки (5–7 % річних) на строк до 20 років. Позики країн ЄС в основному є допомогою розвитку країнам, що здійснюють ринкові перетворення, а отримання прибутку не має першочергового значення. Погашення позик і виплата відсотків може відбуватися після закінчення пільгового періоду з відстрочкою погашення позики на 3–5 років після використання кредитних коштів.

Найбільшу складність для держави щодо зростання зовнішньої заборгованості, так і використання кредитів становлять ***запозичення, що одержані від іноземних комерційних структур під гарантію уряду***. Ці кредити, як підтверджує досвід багатьох країн, мають найнижчі показники ефективності використання.

Державні зовнішні позики надаються у *грошовій* або *товарній формі* (наприклад, кредити держав постачальників енергоносіїв).

Як правило, вони бувають *середньо-* або *довгостроковими*. Грошові позики надаються у валюті країни-кредитора або у вільно конвертованій валюті. Погашення позик за згодою сторін здійснюється товарними поставками чи валютою.

Залежно від статусу позичальника (точніше емітента), позики поділяються на:

– *державні,* що випускаються центральними органами управління (в Україні Міністерством фінансів за рішенням Кабінету Міністрів України). Акумульовані від їх розміщення кошти спрямовуються до державного бюджету;

– *місцеві*, що випускаються місцевими органами управління, а кошти від них спрямовуються до відповідних місцевих бюджетів. У розвинених країнах ринок муніципальних цінних паперів є одним із динамічних і значних за обсягом елементів національного ринку цінних паперів, а місцеві позики – важливою складовою фінансів територіальних громад. Місцеві позики дають змогу мобілізувати тимчасово вільні грошові кошти для потреб розвитку конкретних регіонів і є однією з форм залучення інвестицій. Разом із тим вони мають властивість задовольняти фінансові інтереси всіх учасників: емітенти отримують позикові кошти для втілення своїх програм і проектів, через що зникає потреба збільшувати місцеві податки для фінансування локальних суспільних потреб; інвестори не мають збитків, бо стають власниками цінних паперів, що приносять хоч і невеликий, але стабільний дохід; населення регіону одержує важливі для нього об'єкти у сферах виробництва, торгівлі й обслуговування без відчуття підвищення податкового тягаря. В Україні такі позики ще не набули поширення, однак у перспективі стануть важливим фінансовим інструментом економічного розвитку.

Залежно від строків погашення державою своїх боргових зобов'язань розрізняють: *коротко-* (поточні, як правило, до одного року), *середньо-* (від одного до п'яти років) і *довгострокові позики* (понад п'ять років).

За видами дохідності державні позики поділяються на:

– *відсоткові*, коли виплата доходу здійснюється у вигляді позичкового відсотка. При цьому власники державних цінних

паперів можуть отримувати дохід як за фіксованою на весь період позики ставкою, так і плаваючою, що регулярно переглядається і може змінюватися відповідно до певних чинників. Наприклад, основою визначення відсоткових ставок за єврооблігаціями чи фідуціарними позиками є плаваючі відсоткові ставки, що розраховуються на базі ставки *LIBOR* (*London Inter Bank Official Rate*, або лондонської ставки пропозиції за міжбанківськими депозитами), *SIBOR* (сінгапурської ставки пропозиції за міжбанківськими депозитами), «праймрейт» – американської. До цих ставок додається спред, що залежить від кредитного рейтингу держави-позичальника і становить 0,50–2,60 %;

– *безвідсоткові (дисконтні)* – державні цінні папери реалізуються зі знижкою, а погашаються за номінальною вартістю. Відсотки за такою облігацією не нараховують, а дохід (інтерес) кредитора виникає внаслідок її погашення за ціною, вищою за ціну придбання;

– *виграшні,* що реалізуються без встановлення фіксованих відсотків, а виплата доходу здійснюється на основі проведення тиражів виграшів. Власники отримають дохід за умови включення номера їхньої облігації у виграшний тираж погашення, причому дохід отримають лише ті кредитори, чиї облігації виграли.

За характером обігу цінних паперів державні позики поділяють на:

– *ринкові*, які вільно купуються і продаються на ринку цінних паперів;

– *неринкові*, які мають обмеження щодо купівлі і продажу або не допускають виходу цінних паперів на ринок, тобто їх власники не можуть їх перепродати.

За формою випуску державних позик розрізняють *готівкові* (супроводжуються емісією державних цінних паперів) і *безготівкові позики* (шляхом записів на відповідних рахунках в електронному депозитарії).

За способом погашення позики поділяються на *ординарні* (погашення може проходити одночасно для всіх випущених позик); *серійні* (погашення здійснюється деякими частинами через певні проміжки часу); *з достроковим погашенням* (до достроко-

вого погашення державних позик держава може вдатися лише за наявності коштів).

За забезпеченням державні позики поділяються на *заставні* (забезпечуються державним майном чи конкретними доходами) і *беззаставні* (не мають конкретного матеріального забезпечення, а їх надійність визначається авторитетом держави).

У практиці країн з ринковою економікою оформлення внутрішніх державних позик здійснюється двома видами цінних паперів – облігаціями та казначейськими зобов'язаннями. З одного боку, вони символізують боргове зобов'язання держави, а з іншого – засвідчують внесення їхніми власниками коштів до бюджету, гарантують повернення основної суми боргу після визначеного строку, а також дають право власникам на отримання доходу.

В Україні дефіцит державного бюджету здебільшого покривається за рахунок випуску облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Активне використання ОВДП як форми державного кредиту розпочалося в Україні у 1995 р. Цінні папери Уряду України почали випускатись відповідно до Постанови Кабінету Міністрів від 23.08.1994 № 586. Вперше в історії України торги з розміщення ОВДП відбулись 10 березня 1995 р. Їхня емісія була здійснена безготівковим шляхом – через записи на рахунках інвесторів; розміщення проводилося на строк 3–6 місяців (хоча за світовими стандартами державними облігаціями вважаються цінні папери зі строком обігу понад 5 років); номінальна вартість однієї облігації становила 100 млн крб, а відсоткова ставка – 140 % річних. Такі якісні характеристики ОВДП були зумовлені нестабільною фінансовою кон'юнктурою в умовах становлення фінансового ринку, високою ставкою рефінансування НБУ (60 % річних), недовірою населення до держави.

Одним із перспективних джерел залучення позикового капіталу державою є вихід на світові фінансові ринки. Акумулювати кошти із зовнішніх джерел можна шляхом розміщення єврооблігацій, залучення фідуціарних позик, емісії облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП). Єврооблігації (євробонди) – це боргові зобов'язання, які випускаються позичальниками з метою отримання довгострокових кредитів на євроринку.

12.4. Процес банківського кредитування та визначення вартості кредитних ресурсів

Прибутковість кредитної діяльності банку безпосередньо залежить від того, наскільки чітко визначені основні завдання етапів кредитного процесу та обов'язки працівників, які відповідають за їх виконання.

Процес банківського кредитування можна умовно поділити на кілька етапів, кожний з яких робить свій внесок у якісну характеристику кредиту й визначає рівень його ризиковості та дохідності:

Етап 1. Одержання та розгляд кредитної заявки та інтерв'ю з майбутнім позичальником.

Етап 2. Оцінка кредитоспроможності позичальника.

Етап 3. Підготовка і підписання кредитного договору.

Етап 4. Контроль за виконанням умов кредитного договору і погашенням кредиту.

Кожен з етапів передбачає процедури, що характерні тільки для нього. У свою чергу, процедури передбачають виконання певних фаз контрольно-аналітичної роботи (рис. 12.5).

На **першому етапі** кредитні відносини між банком і клієнтом починаються з одержання і розгляду банком пакета документів:

1. ***Заявка на отримання кредиту (кредитна заявка)***, що містить інформацію про суму, термін, вид і мету кредиту, забезпечення кредиту, що пропонується, та відсоткову ставку, яка запитується.

2. ***Анкета позичальника***, яка містить всі його реквізити (повну назву, форму власності, юридичну адресу, код ЄДРПОУ, номери поточних рахунків, найменування і МФО банків, у яких вони відкриті тощо); відомості про управлінський (керуючий) персонал (анкетні дані осіб, що мають право підписувати фінансові документи, – директора, головного бухгалтера тощо); відомості про структуру акціонерного (пайового) капіталу та дані про акціонерів (засновників); відомості про дочірні підприємства, філії та інші споріднені/пов'язані підприємства; відомості про основних постачальників підприємства і покупців; відомості про кредитну історію позичальника за останні 2 (5) роки тощо.



Рис. 12.5. Інформаційно-аналітичне забезпечення кредитного процесу банку

3. ***Копії правовстановлюючих документів***, необхідних для оформлення кредиту, забезпечення та укладання відповідних

договорів: а) установчий договір; б) статут; в) свідоцтво про державну реєстрацію в органах виконавчої влади; г) копії документів, що підтверджують реєстрацію підприємства в управлінні статистики, органах Державної фіскальної служби, Пенсійному фонді України, Фонді соціального страхування, Фонді страхування від нещасних випадків на виробництві, Фонді соціального страхування України на випадок безробіття; д) копія ліцензії для підприємств, що займаються діяльністю, яка підлягає ліцензуванню, тощо.

4. ***Фінансова та статистична звітність*** за останні чотири звітні періоди (за останні чотири квартали): а) баланс позичальника (форма № 1); б) звіт про фінансові результати (форма № 2); в) звіт про рух грошових коштів (форма № 3); г) звіт про власний капітал (форма № 4); д) розшифровка дебіторської та кредиторської заборгованості; е) розшифровка основних фондів на останню поточну дату тощо. В окремих випадках (наприклад, за довгострокового кредитування) банк може вимагати надання фінансової звітності за останні 2–3 роки.

5. ***Комерційні документи***: бізнес-план, який повинен містити відомості про цілі проекту, а також детальний опис товарів або послуг, що планується впровадити за допомогою кредиту; галузевий і ринковий прогнози (опис ринків, інших компаній, що пропонують аналогічні товари і послуги, державне регулювання у відповідній галузі, переваги і слабкі сторони конкурентів тощо); план маркетингу (потреби споживачів, реклама, засоби просування товарів і послуг на ринок тощо); план виробництва (потреба у виробничих потужностях і робочій силі, наявність устаткування, структура виробничого процесу, обсяги продукції тощо); план менеджменту (організаційна структура, керівні органи, штат консультантів тощо); фінансовий план (прогноз інвестиційного й операційного бюджетів, прогноз руху грошових коштів, планові показники на наступні періоди тощо); техніко-економічний розрахунок окупності кредитного проекту; копії договорів, що підтверджують угоди, на реалізацію яких планується отримати кредит, тощо.

6. ***Документи про забезпечення кредиту***: а) копії документів про вартісну оцінку предмета застави (висновок/акт незалежного експерта про експертну оцінку вартості предмета застави тощо); б) копії документів, що підтверджують право власності заставодавця на запропоноване в заставу майно; в) договори гарантії, поручительства та інші документи на запит банку.

7. ***Картка із зразками підписів осіб***, які мають право розпоряджатися рахунком та підписувати розрахункові документи, і відбитком печатки, завірена нотаріально або вищою організацією в установленому порядку.

8. ***Відомості про раніше отримані кредити*** та наявність (відсутність) заборгованості за ними, інші документи на запит банку.

У випадку, якщо предметом застави є *нерухомість,* до банку подаються:

– документ, що підтверджує право власності (документ купівлі-продажу, свідоцтво про приватизацію тощо);

– висновок експерта про оцінку предмета застави;

– технічний паспорт;

– довідка-характеристика міського бюро технічної інвентаризації;

– довідка про відсутність заборони на цей предмет застави.

Якщо предметом застави *є транспортні засоби,* то до банку подаються:

– документ, що підтверджує право власності;

– довідка з Національної поліції управління безпеки дорожнього руху про те, що предмет застави не перебуває у розшуку;

– висновок експерта про оцінку предмета застави;

– договір про збереження предмета застави.

Якщо предметом застави є *товари в обороті,* то до банку подаються:

– документ, що підтверджує право власності (договір купівлі-продажу, рахунки-фактури);

– довідка про наявність товару в обороті на складі позичальника з підписом керівника (довідка перевіряється економістом

кредитного відділу, а саме: наявність та кількість цього товару на складі, якість збереження цих товарів тощо);

– договір про збереження.

Виходячи з того, що кредитні операції підлягають фінансовому моніторингу, відповідно до Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 05.01.2017 № 1798-VIII та Постанови Правління НБУ «Про затвердження Положення про здійснення банками фінансового моніторингу» від 26.06.2015 № 417, банк перш ніж почати роботу з клієнтом зобов'язаний його ідентифікувати.

Порядок проведення фінансового моніторингу має бути закріплений у *правилах внутрішнього фінансового моніторингу* і *програмах здійснення фінансового моніторингу банку*, основним принципом розробки та реалізації яких є забезпечення участі працівників банку (у межах їхньої компетенції) у виявленні фінансових операцій, що можуть бути пов'язані з легалізацією (відмиванням) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванням тероризму.

Аналіз фінансових операцій – комплекс ризик-орієнтованих заходів, які здійснюються на постійній основі та установлені внутрішніми документами банку з питань здійснення фінмоніторингу, проведення яких дає змогу з'ясувати суть і мету фінансових операцій, зробити висновок про відповідність/невідповідність фінансових операцій фінансовому стану клієнта та/або змісту його діяльності, регулярність здійснення фінансових операцій та спрямований на виявлення фінансових операцій, що підлягають фінмоніторингу.

Банк має створити ***Програму ідентифікації і вивчення клієнтів банку***, що повинна включати:

– порядок здійснення початкової ідентифікації клієнта під час встановлення відносин з ним;

– заходи щодо уточнення інформації про клієнта та порядок їх проведення;

– порядок забезпечення документального фіксування інформації про клієнта;

– порядок та критерії класифікації клієнтів відповідно до оцінки ризику здійснення ними операцій, що можуть бути пов'язані з легалізацією (відмиванням) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванням тероризму;

– порядок проведення заходів щодо перевірки інформації про клієнта або особу, яка діє від його імені, у разі виникнення сумнівів відносно її достовірності, з урахуванням ризику проведення таким клієнтом операцій з легалізації доходів, одержаних злочинним шляхом;

– заходи щодо додаткового вивчення клієнта і порядок їх проведення.

Під час реалізації програми ідентифікації та вивчення своїх клієнтів банк відносно кожного клієнта має сформувати відповідну *анкету*, яка є внутрішнім документом банку та містить інформацію щодо: а) мети і причин встановлення клієнтом відносин з банком; б) операцій, які клієнт планує проводити за допомогою банку; в) оцінки розміру і джерел наявних та очікуваних надходжень; г) репутації клієнта; д) інших відомостей про клієнта (на вимогу банку). Інформація, що міститься в анкеті, уточнюється у процесі вивчення клієнта в порядку, встановленому банком.

Після отримання пакета документів та ідентифікації клієнта робітник кредитного відділу банку має визначити відповідність проекту, на реалізацію якого планується отримати кредит, принципам кредитної політики, проаналізувати термін його окупності та рівень прибутковості з метою забезпечення своєчасного погашення заборгованості за кредитом та суми відсотків. Після цього проводиться інтерв'ю з потенційним позичальником, у процесі якого робітник кредитного відділу має можливість уточнити окремі деталі кредитної заявки, оцінити професійну підготовленість керівництва, ступінь реалістичності оцінки перспектив розвитку підприємства за умов реалізації проекту, на який береться кредит, і таким чином скласти своєрідний психологічний портрет позичальника. Питання, за якими проводиться інтерв'ю, можна поділити на такі групи:

1. Загальні відомості про позичальника: форма власності та організаційна структура підприємства; період з моменту реєстрації;

вид економічної діяльності, в якій працює підприємство; власники підприємства та їх частка у статутному капіталі банку; рівень досвіду та кваліфікації менеджерів; рівень дохідності господарської діяльності; основні постачальники та споживачі продукції/послуг підприємства.

2. Питання щодо самого кредиту: сума кредиту; цільове призначення кредиту; прогноз потреб у фінансових ресурсах; термін служби активів, що фінансуються за рахунок позики.

3. Питання, що пов'язані з погашенням кредиту: розмір і сталість вхідних грошових потоків підприємства; джерела надходження коштів для погашення кредиту.

4. Питання про забезпечення кредиту: вид забезпечення за кредитом, яке планує надати підприємство; місце зберігання забезпечення та розмір витрат на його зберігання; наявність майнових прав на предмет застави у позичальника; вартість забезпечення, ким і коли була зроблена його оцінка; наявність гарантів або поручителів за кредитом та їхній фінансовий стан.

5. Питання щодо зв'язків клієнта з іншими банками: в яких банках обслуговується або обслуговувався клієнт; кредитна історія клієнта; наявність непогашених позик та їх характер.

Під час вивчення кредитної заявки банк може здійснювати перевірку позичальника на місці. Відвідуючи клієнта, можна з'ясувати деякі питання, що не обговорювалися під час інтерв'ю, оцінити рівень компетенції працівників, які очолюють функціональні служби, та адміністративний апарат, скласти уявлення про стан майна клієнта, оцінити якість і конкурентоспроможність продукції та послуг, залежність від джерел сировини тощо.

На **першому етапі** працівник кредитного відділу банку має прийняти рішення про продовження роботи з клієнтом або відмовити йому у видачі кредиту. У випадку відмови у видачі кредиту причина відмови має бути доведена до відома клієнта: це може бути невідповідність кредитної заявки принципам і положенням кредитної політики банку, недостатність забезпечення та відсутність гаранта або поручителя, непривабливість проекту з погляду прибутковості тощо. У випадку позитивного рішення про продовження співпраці з клієнтом пакет документів з відповідним

формуляром передається до підрозділу кредитного аналізу для оцінки кредитоспроможності позичальника.

На **другому етапі** процесу кредитування банк здійснює глибоке та детальне вивчення фінансового стану позичальника, оцінює його можливість і здатність повернути кредит і сплатити відсотки у повному обсязі в обумовлені договором строки.

Джерела інформації для оцінки кредитоспроможності позичальника подано на рис. 12.6.

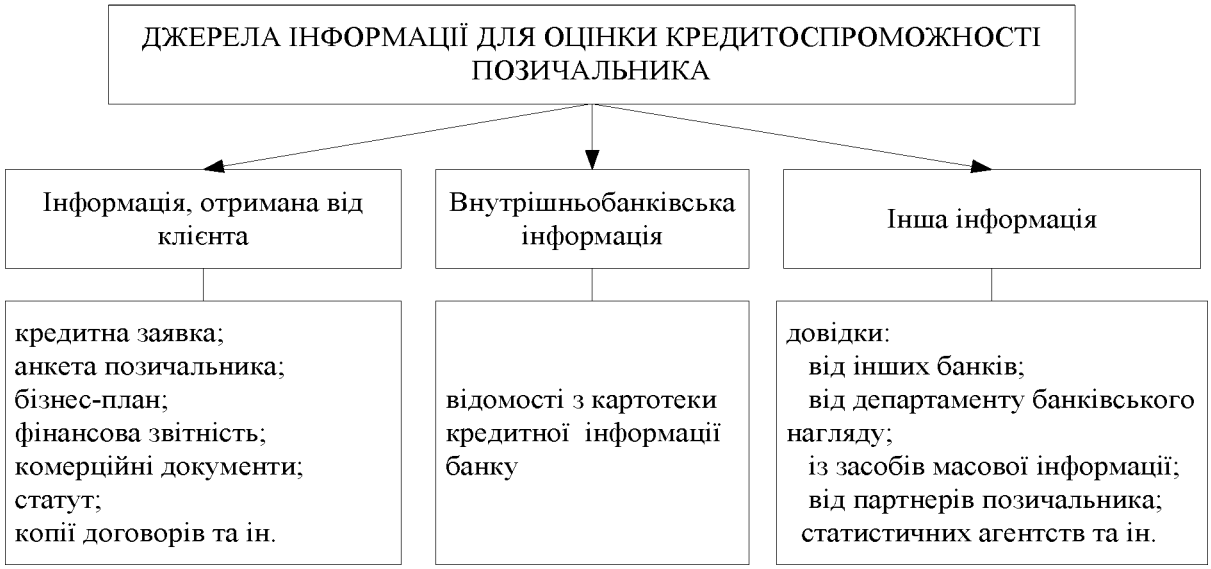


Рис. 12.6. Джерела та види інформації для оцінки кредитоспроможності позичальника

Після аналізу достовірності та повноти отриманої інформації проводиться всебічний та ґрунтовний аналіз кредитоспроможності позичальника з метою визначення рівня ризику кредитування. *Ризик клієнта* – це наявна або потенційна небезпека (загроза, уразливі місця) у результаті виникнення ризику за типом клієнта, за видом товарів, послуг, які клієнт отримує від банку, та географічного ризику окремо або в сукупності. Позичальника можна віднести до одного з п'яти класів, позначених літерами «А», «Б», «В», «Г» і «Д». Фінансовий стан позичальників, віднесених до класу «А» та «Б», – добрий, до класу «В» – задовільний, до класу «Г» і «Д» – збитковий. Чим гірше фінансовий стан позичальника, тим вищий рівень ризику бере на себе банк, надаючи кредит. Працівник кредитного відділу приймає рішення про

видачу кредиту та підписання кредитної угоди. У випадку невідповідності рівня ризику принципам кредитної політики клієнту відмовляють у видачі кредиту і повертають кредитну заявку та пакет документів, що до неї додавався.

На **третьому етапі** за умови прийняття позитивного рішення про надання кредиту, за результатами оцінки кредитоспроможності позичальника, робітник кредитного відділу банку починає підготовку проекту кредитного договору. Цей етап ще називають *структуруванням кредиту* – визначення параметрів кредиту, які відповідали б потребам клієнта та мінімізували кредитний ризик банку, забезпечуючи умови своєчасного погашення кредиту й відсотків за ним. У його процесі визначаються такі параметри: сума кредиту; строк кредиту; вид і розмір забезпечення; рівень відсоткової ставки за кредитом та розмір комісії; метод надання кредиту; графік погашення відсотків та заборгованості за кредитом.

При визначенні ***суми кредиту*** необхідно враховувати, що недостатні обсяги кредитування призводять до недоодержання очікуваних прибутків (або навіть збитків) і зменшення грошових потоків позичальника. Завищення суми кредиту призведе до неконтрольованого з боку банку використання позичальником надлишково отриманих коштів. Кредитний ризик банку буде зведено до мінімуму, якщо сума кредиту максимально відповідатиме потребі у фінансуванні проекту, на реалізацію якого береться кредит.

При визначенні ***строку кредиту*** необхідно враховувати циклічність виробництва, його сезонність, тривалість виробничого циклу та об'єктивну потребу в коштах кожного етапу реалізації проекту, який кредитується. У випадку необґрунтованого скорочення терміну кредитування у позичальника може невистачити коштів для погашення заборгованості за кредитом у встановлений термін. Надмірне подовження терміну кредиту призведе до нецільового використання коштів позичальником після реальної окупності проекту, який кредитується.

Правильне визначення ***виду*** та ***розміру забезпечення*** дозволяє мінімізувати втрати банку у випадку невчасного погашення або взагалі непогашення позичальником відсотків та заборгова-

ності за кредитом. З метою мінімізації кредитного ризику банк може додатково вимагати надання позичальником гарантії, поручительства, страхового поліса, векселів тощо. Приймаючи як забезпечення предмети застави, банк має визначити не тільки її ліквідність і вартість, а й суму витрат, яку понесе у зв'язку з її утриманням і контролем за її станом. Крім того, необхідно враховувати суму витрат, пов'язану з реалізацією застави у разі непогашення позичальником заборгованості за кредитом. У цьому випадку банки повинні мати на увазі, що деякі види застави можуть мати високу вартість, але незначні можливості швидкої реалізації, наприклад ексклюзивне обладнання, великі споруди або об'єкти незавершеного будівництва.

Значна увага при структуруванні надається ***визначенню рівня відсоткової ставки*** або ***ціни кредиту***. За умов підвищеного попиту на кредити та низького рівня конкуренції в банківському секторі банк може встановлювати більш високу відсоткову ставку, порівняно з банками-конкурентами, з метою забезпечення більш високого рівня прибутковості кредитної діяльності. У випадку загострення конкурентної боротьби банки змушені знижувати відсоткові ставки за кредитом та підтримувати їх на прийнятному для клієнтів рівні.

Метод надання кредиту передбачає умови, відповідно до яких кредит може видаватися разовою сумою після укладання кредитної угоди у формі оплати платіжних документів шляхом перерахування на поточний рахунок позичальника або у вигляді траншів у межах відкритої кредитної лінії згідно із встановленим графіком.

Графік погашення кредиту має враховувати можливості позичальника й особливості проекту, який кредитується. Так, кредит може погашатися одночасно після закінчення строку кредитування або із розстроченням платежів. В останньому випадку кредит погашається певними частинами протягом усього строку кредитування відповідно до встановленого графіка. Останній варіант є менш ризикованим для банку, оскільки дозволяє вжити необхідних заходів, спрямованих на мінімізацію втрат банку, у

разі невчасного погашення позичальником заборгованості за кредитом за певний період.

Після закінчення роботи зі структурування кредиту банк починає переговори з клієнтом щодо укладання кредитного договору. При цьому потенційному позичальнику пропонуються умови майбутньої кредитної угоди, які можуть істотно відрізнятися від умов, що містяться у кредитній заявці клієнта. На цьому етапі до відома позичальника доводяться обов'язкові умови майбутньої кредитної угоди, без виконання яких кредит не може бути наданий, а також умови, за якими можливий компроміс. Обов'язковою умовою, наприклад, може бути збільшення вартості забезпечення, заміна забезпечення або надання гарантії чи поручительства третьої особи з метою мінімізації кредитного ризику банку. Компроміс, як правило, можливий за такими параметрами кредитної угоди, як рівень відсоткової ставки за кредитом, розмір комісії тощо. Кінцева мета переговорів – зближення позицій банку і клієнта за всіма позиціями та досягнення компромісу.

Після визначення й узгодження всіх параметрів майбутньої кредитної угоди складається проект кредитного договору, який передається на розгляд **кредитному комітету (комісії)** – органу банку, який приймає рішення про видачу кредиту. До його складу можуть входити: голова правління банку; головний бухгалтер; заступник голови правління банку; начальники юридичного, валютного відділу, відділу цінних паперів, служби безпеки тощо. Це близько 10 осіб, але кількісний склад та перелік осіб, які входять до складу такого комітету, може змінюватися залежно від організаційної структури банку.

Рішення про видачу кредиту приймається колегіально за результатами розгляду й обговорення матеріалів кредитної справи позичальника. Стандартна форма кредитного договору складається з кількох обов'язкових розділів:

Розділ I «Предмет договору» містить відомості про мету кредиту, суму та строк кредиту, а також вид забезпечення за кредитом (застава, поручительство, гарантія тощо).

У **розділі II** визначені умови кредитного договору, а саме: дата видачі та погашення кредиту; рівень відсоткової ставки та

комісійної винагороди за кредитом; порядок погашення відсотків за кредитом тощо.

У **розділі III** зазначені права та обов'язки сторін. Так, *кредитор зобов'язаний* відкрити позичальнику позичковий рахунок та рахунок для сплати відсотків. Крім того, *кредитор має право*:

– перевіряти первинні документи, що підтверджують цільове використання кредиту;

– перевіряти фінансовий стан позичальника на підставі даних бухгалтерської звітності;

– перевіряти наявність заставленого майна та умов його зберігання (у разі погіршення фінансового стану позичальника і (або) зменшення вартості застави вимагати заміни чи надання додаткового забезпечення виконання зобов'язань за кредитом);

– змінювати відсоткову ставку за кредитом у випадку зміни вартості ресурсів на кредитному ринку або при зміні облікової ставки Національним банком України;

– дозволити за клопотанням позичальника пролонгацію виданого кредиту при наявності вільних кредитних ресурсів із встановленням підвищеної процентної ставки (за умови пролонгації кредиту ставка за кредитом збільшується, як правило, на 2–5 пунктів);

– звернути стягнення щодо забезпечення за кредитом у разі невиконання позичальником зобов'язань за кредитом та ін.

Позичальник зобов'язаний:

– використати кредит за цільовим призначенням;

– забезпечити своєчасне погашення заборгованості за кредитом і сплату відсотків;

– надати кредитору всі необхідні документи для перевірки цільового використання кредиту й інші документи, необхідні для оцінки фінансового стану позичальника (бухгалтерську звітність) та перевірки стану забезпечення за кредитом. Також *позичальник має право*:

– звернутися до банку з клопотанням про перенесення строків погашення кредиту у випадку тимчасових фінансових ускладнень;

– достроково погасити заборгованість за кредитом, сплатити суму процентів за фактичний час та комісійну винагороду;

– звернутися до банку із клопотанням про зміну рівня відсотка за кредитом залежно від зміни вартості кредитних ресурсів на кредитному ринку та ін.

У **розділі IV** «Відповідальність сторін» передбачена відповідальність сторін за невиконання або неналежне виконання умов кредитного договору, зокрема:

– у разі прострочення *позичальником* терміну повернення кредиту і (або) сплати процентів та комісійної винагороди він зобов'язаний сплатити банку пеню (як правило, у розмірі подвійної облікової ставки Національного банку, що діяла у період невиконання зобов'язань, від розміру несвоєчасно сплаченої суми за кожний день прострочення виконання зобов'язань за кредитом);

– у разі порушення *позичальником* умов цільового використання кредиту він зобов'язаний сплатити банку штраф у встановленому кредитним договором розмірі від суми коштів, використаних не за цільовим призначенням. Банк також може вимагати сплату штрафу за кожний випадок такого порушення.

У **розділі V** «Звільнення від відповідальності» визначаються особливі умови (форс-мажорні обставини), які не залежать від кредитора або позичальника і можуть привести до часткового або повного невиконання сторонами своїх зобов'язань.

У **розділі VI** «Строк дії договору» зазначено термін та умови припинення дії кредитного договору.

У **розділі VII** «Інші умови» зазначені порядок внесення змін і доповнень до договору, порядок вирішення протиріч тощо.

У **розділі VIII** «Реквізити та підписи сторін» зазначаються реквізити сторін, які закріплюються підписами уповноважених осіб та печатками.

Структура та умови кредитного договору визначаються банками самостійно і можуть відрізнятися. Крім того, банки самостійно визначають розмір пені та штрафів, які сплачує позичальник за невиконання умов договору.

Якщо кредит видається під заставу майна, товарів в обороті тощо, то одночасно з кредитним договором має бути підписаний і ***договір застави***. Крім того, якщо заставою є нерухомість або транспортні засоби, то за Законом України «Про заставу» від

02.10.1992 № 2654-XII договір застави має бути завірений нотаріально. За згодою сторін або на вимогу однієї із сторін може бути проведена аудиторська перевірка достовірності та повноти балансу або фінансового стану відповідної сторони договору застави та оцінка предмета застави.

З метою недопущення помилок і зниження документарного ризику документи про видачу кредиту (кредитний договір, договір застави тощо) мають перевірятися юридичною службою та представниками підрозділів контролю. Після цього всі документи формуються в ***кредитну справу***, яка зберігається у сейфі кредитного відділу.

Документи кредитної справи групуються таким чином: 1) документи щодо оформлення кредиту (кредитний договір, договір застави, боргові зобов'язання позичальника, гарантійні листи тощо); 2) фінансові звіти та комерційна документація позичальника (бухгалтерські баланси, звіти про прибутки і збитки, бізнес-плани, копії контрактів тощо); 3) інші документи (довідки, отримані від інших банків; запити, листи, результати аудиторських перевірок тощо).

На **четвертому етапі** після видачі кредиту банк здійснює кредитний моніторинг і контроль за якістю кредитного портфеля. Одне з основних завдань банку – постійний моніторинг кредитного портфеля, що охоплює всі етапи – від підготовки документів й видачі кредиту до його повного погашення. Банківський контроль за станом погашення позичальником заборгованості за кредитом – необхідна передумова забезпечення запланованого рівня дохідності кредитних операцій.

Моніторинг кредитних операцій полягає у постійному контролі за станом виданого кредиту. Такий контроль допомагає вчасно виявити проблеми з погашенням заборгованості за кредитом та вжити відповідних заходів. Крім того, моніторинг кредитних операцій дозволяє перевірити відповідність дій робітників кредитного відділу основним вимогам кредитної політики банку. Його механізм має бути закріплений у відповідних банківських інструкціях і Положенні банку про кредитування.

Основна мета кредитного моніторингу – не допустити підвищення кредитного ризику понад встановлений рівень. Основними

його напрямами є: 1) контроль за цільовим використанням кредиту; 2) контроль за своєчасним погашенням відсотків за кредитом; 3) контроль за своєчасним погашенням заборгованості за кредитом (відповідно до розробленого графіка); 4) контроль за станом, ринковою вартістю та ліквідністю застави, іншим забезпеченням кредиту; 5) відстеження змін у фінансовому стані позичальника; 6) аналіз якості та структури кредитного портфеля банку; 7) виявлення проблемних кредитів і розробка заходів щодо мінімізації втрат банку; 8) контроль за рівнем кредитного ризику.

У разі встановлення факту нецільового використання кредиту банк може підвищити відсоткову ставку за кредитом у розмірах, що передбачені кредитним договором, або призупинити подальше перерахування кредитних коштів у випадку кредитування за кредитною лінією. Як надзвичайний захід, сума кредиту може бути стягнена з позичальника достроково.

Відповідно до основних положень кредитної політики банк здійснює кредитні операції у межах наявних кредитних ресурсів та відповідає за своїми зобов'язаннями перед клієнтами всім належним йому майном та власними коштами. **Кредитні ресурси банку** – сукупність власних, залучених і запозичених фінансових коштів банку, що перебувають у безпосередньому його розпорядженні та використовуються на його розсуд для здійснення кредитної діяльності (рис. 12.7). Найбільша роль у формуванні кредитних ресурсів належить залишкам на поточних та вкладних рахунках клієнтів.

Для встановлення рівня відсоткової ставки за кредитом важливе значення має вибір методу ціноутворення. У світовій та вітчизняній банківській практиці використовують такі основні методи ціноутворення:

1. ***Метод «вартість плюс»*** враховує вартість залучених ресурсів та всі витрати банку, що пов'язані з наданням кредиту. Необхідною умовою застосування такого підходу є наявність у банку ефективної системи обліку витрат за кожним кредитом, а також управлінської інформації. Головний недолік методу – ігнорування ринкових чинників, таких як попит і пропозиція, стан кредитного ринку, конкуренція тощо, а також припущення, що

банк точно може обчислити свої витрати в розрахунку за кожний кредит. Метод «вартість плюс» використовується на ринках із низьким рівнем конкуренції.

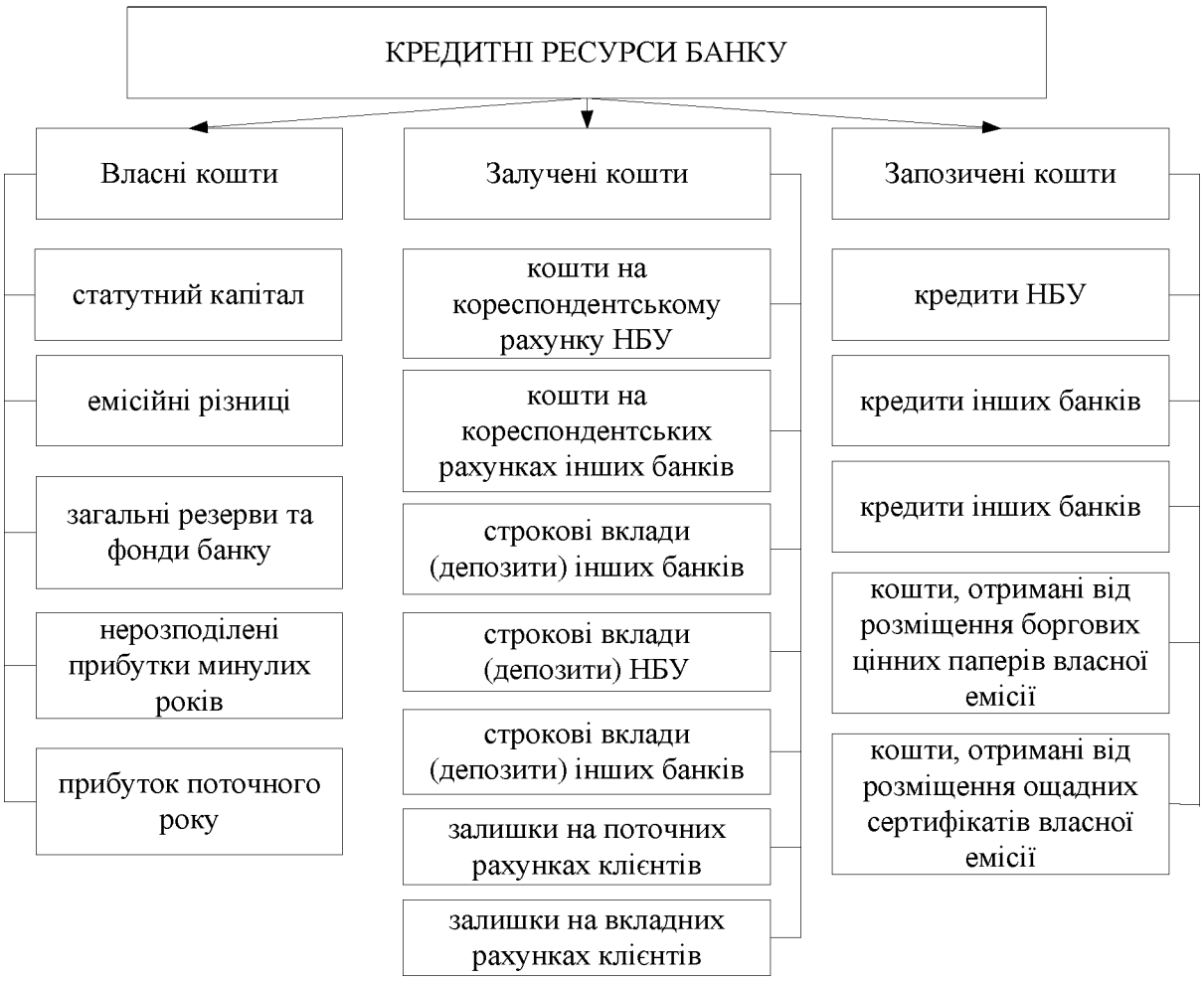


Рис. 12.7. Джерела формування кредитних ресурсів банку

2. ***Метод «базова ставка плюс»*** полягає у визначенні відсоткової ставки за кредитом як суми базової ставки і кредитного спреду. За базову ставку можна прийняти облікову ставку, ставку за кредитами на міжбанківському кредитному ринку; ставки міжнародних ринків (*LIBOR* тощо) та інші ставки, що є загальноприйнятними на конкретних ринках.

Кредитний спред включає премію за ризик невиконання позичальником зобов'язань за кредитом та премію за строк кредитування. Розмір кредитного спреду диференційований залежно від категорії клієнта та його кредитоспроможності. Наприклад, на міжнародних ринках для першокласних позичальників кредитний

спред прирівнюється до нуля, для інших позичальників він становить від 0,25 до 5 % і вище. Перевагами методу є простота, необов'язковість точного врахування витрат за кожним кредитом, зручність застосування в умовах установлення плаваючих ставок за кредитом, врахування впливу конкуренції.

3. ***Метод «надбавки»*** полягає у визначенні відсоткової ставки як суми процентних витрат залучення ресурсів на грошовому ринку та надбавки. Надбавка включає премію за кредитний ризик та прибуток банку. Здебільшого такий метод ціноутворення використовується для надання кредитів великим компаніям на короткі строки (до 30 днів), включаючи кредити «овернайт».

4. ***Метод «аналізу дохідності клієнта»*** базується на врахуванні всіх стосунків із конкретним клієнтом. У цьому випадку особливу увагу приділяють розрахунку прибутковості тих видів операцій, які здійснюються клієнтом у цьому банку. Такий метод потребує точного обліку всіх доходів та витрат, пов'язаних із кожним клієнтом, і застосовується насамперед для кредитування великих компаній, які мають постійні та різноманітні зв'язки з банком. Визначення ціни кредиту за таким методом має на меті зниження відсоткової ставки за кредитом нижче від загальноприйнятого рівня для заохочення найвигідніших клієнтів. Метод має недоліки – складність, громіздкість, необхідність розробки докладної звітності за доходами та витратами з обслуговування кожного клієнта. Але такий підхід до управління відсотковими ставками за кредитами може бути корисний для виявлення найприбутковіших клієнтів і видів банківських послуг та операцій.

Нарахування відсотків за кредитом здійснюється з використанням схем простого та складного відсотка.

Схема **простого відсотка** передбачає нарахування відсотків тільки на суму виданого кредиту:

$$FV = PV(1+rn), \qquad (12.1)$$

де FV – нарощена сума, грн; PV– первісна сума кредиту (тіло кредиту), грн; r – ставка за кредитом, %; n – період кредитування.

За схемою **складного відсотка** відсоток нараховується на первісну суму кредиту та суму відсотків, що нараховані за попередній період:

$$FV = PV(1+r)^n. \qquad (12.2)$$

Різниця результатів для простого та складного відсотка виникає тільки з другого періоду нарахування.

Для розрахунку суми процентів за кредитом у банківській практиці використовують три основні системи їх нарахування:

«факт/факт» – для розрахунку використовується фактична кількість днів у місяці та році;

«факт/360» – для розрахунку використовується фактична кількість днів у місяці, але умовно кількість днів у році – 360 днів;

«30/360» – для розрахунку використовується умовна кількість днів у році – 360 та у місяці – 30.

Наприклад, 10 березня банк надав підприємству кредит у сумі 220 тис. грн строком на 3 місяці під 24 % річних. Розрахувати суму заборгованості підприємства перед банком за умови нарахування простих відсотків (база нарахування відсотків 365 днів).

Сума заборгованості позичальника перед банком на момент погашення кредиту становитиме:

$$FV = 220 \text{ тис. грн} \times (1+0{,}24 \times \frac{92}{365}) = 233{,}2 \text{ тис. грн.}$$

Або, наприклад, банк надав підприємству кредит у сумі 220 тис. грн строком на 3 місяці під 18 % річних. Розрахувати суму заборгованості підприємства перед банком за умови щомісячного нарахування складних відсотків.

Сума заборгованості позичальника перед банком на момент погашення кредиту становитиме:

$$FV = 220 \text{ тис. грн} \times (1+0{,}18)^3 = 361{,}46 \text{ тис. грн.}$$

Поряд із відсотковою ставкою банки **встановлюють *комісійну винагороду (комісію)***, яка покриває витрати банку, пов'язані з оформленням кредиту і контролем за станом обслуговування позичальником заборгованості, перевіркою стану застави або наглядом за здійсненням проекту, що кредитується. Комісія може

сплачуватися окремо або додаватися до відсотка. Величина та порядок стягнення комісійної винагороди визначається тарифами банків, які затверджуються рішенням правління, та договорами, що укладаються між банком та клієнтами.

12.5. Оцінювання кредитоспроможності позичальника

За допомогою оцінки кредитоспроможності позичальників можна мінімізувати ризики кредитної діяльності банківської установи.

Фахівці НБУ визначають **кредитоспроможність** як наявність у позичальника (контрагента банку) передумов для проведення кредитної операції і його спроможність повернути борг у повному обсязі та в обумовлені договором строки.

У більш широкому розумінні **кредитоспроможність позичальника** – це характеристика його здатності своєчасно розраховуватися за раніше одержаними кредитами, його поточне фінансове становище, спроможність у разі потреби мобілізувати кошти з різних джерел і забезпечити оперативну конверсію активів у ліквідні кошти.

Видаючи кредит, банк зобов'язаний з огляду на ризик формувати певний фонд, що убезпечить його від майбутніх ризиків. Він має назву *резерву за фінансовими активами*, до складу якого входять банківські кредити. На звітну дату здійснюється відрахування до резервного фонду відповідно до оціненої ймовірності настання збитків.

Українські банки розробляють власні внутрішні положення та методики аналізу кредитоспроможності позичальника, в основу яких, як правило, покладено методичні рекомендації НБУ щодо оцінювання банками фінансової стабільності позичальника. Як зазначалось у підрозділі 12.4, існують відмінності при визначенні кредитоспроможності позичальників – фізичних та юридичних осіб.

Ключовим нормативно-правовим актом, що стосується оцінювання кредитоспроможності позичальника, є Положення про

визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями, що затверджене Постановою НБУ від 30.06.2016 № 351. Це стосується насамперед такого:

1. Врахування ймовірності дефолту. Вводиться обов'язкове врахування ймовірності дефолту позичальника ще на стадії оцінки можливості видачі кредиту, а не визначення його класу за тим, наскільки він якісно і вчасно здійснював повернення кредитних ресурсів. Отже, резерви під кредитні операції формуються ще до того, як станеться негативна подія, а не за фактом настання проблем у позичальника.

2. Посилення вимог до позичальників. Якщо за кредитом була здійснена *реструктуризація (пролонгація, зміна умов сплати, зниження процентної ставки)*, то він автоматично вважається дефолтним, що зобов'язує формувати під нього резерви у всій сумі. Якщо ж кредит не погашається більше 60 днів, він також вважається проблемним, так само як і кредити, ставка за якими нижча, ніж ставка залучених банком ресурсів. Для фізичних осіб поріг становить 90 днів замість 180, як було раніше.

3. Зміна правил урахування застави. Вимоги до застави стали суворішими, а саме не лише знизився перелік застави, яку банк може враховувати під час розрахунку кредитного ризику, але й якщо в банківських установах кредит підкріплений заставою, яка вилучена з переліку, то їм необхідно залучати додаткові гарантії повернення кредитних коштів або ж доформовувати резерви.

4. Підвищення ставки резервування під кредитний ризик. Крім внутрішньодержавних положень, що регламентують правила оцінки кредитоспроможності позичальників, враховуються і міжнародні вимоги, зокрема *Базельського комітету з банківського нагляду*. Ці вимоги дозволяють банкам самостійно (на основі внутрішньоіснуючих методик) встановлювати нормативні значення та класифікувати позичальників, тобто використовувати рейтингування (табл. 12.2).

Кредитний рейтинг – це умовний вираз кредитоспроможності об'єкта рейтингування в цілому та/або його окремого боргового зобов'язання за шкалою кредитних рейтингів. Він є тим

інтегральним значенням, яке дасть змогу врахувати як кількісні, так і якісні параметри кредитоспроможності позичальника.

Таблиця 12.2

Необхідні ознаки рейтингових систем банку (вимоги Базеля)

1. Забезпечення обґрунтованого оцінювання дебітора, диференціація ризику, точні та послідовні кількісні оцінки ризику
2. Виконання важливих функцій в управлінні ризиками та у процесі прийняття кредитних рішень, а також корпоративних функцій управління банку.
3. Наявність відділу контролю кредитних ризиків у банку, що відповідає за рейтингові системи та є незалежним від стороннього впливу.
4. Забезпечення збору та зберігання необхідної інформації для забезпечення ефективної підтримки процесів вимірювання кредитного ризику та управління ним.
5. Наявність документального обґрунтування сутності власних рейтингових систем та методологій їх розробки

Вагомість показників рейтингування залежить від ряду факторів: кредитної політики банку, приналежності до виду економічної діяльності, рівня ліквідності тощо. Як зазначалось у підрозділі 12.4, залежно від визначеного фінансового стану позичальника, банк може віднести його до одного з класів: А, Б, В, Г, Д. Це ґрунтується на кількісній оцінці показників фінансового стану, а також додаткових (якісних) показниках. Підбивається сума балів, за якою клієнта відносять до певного класу.

СКЛАДОВІ СИСТЕМИ РЕЙТИНГУВАННЯ ПОЗИЧАЛЬНИКІВ БАНКУ:
• методи аналізу кредитних ризиків;
• методи збору інформації;
• методи контролю за достовірністю інформації;
• вимоги до класів за ступенем ризику;
• прогноз дефолту/ збитку для позичальника

За підходами ЄС, ***рейтингова система*** включає всі методи, процеси, заходи контролю, збір даних та інформаційні технології, які забезпечують оцінювання кредитного ризику, віднесення вимог до класів за ступенем кредитного ризику чи до пулів (рейтингів), а також кількісний аналіз дефолту та показників збитку для рівних типів вимог (ризикової уражуваності).

В основу методики рейтингової оцінки кредитоспроможності **позичальників-юридичних** осіб покладено дискримінантний аналіз, що дозволяє класифікувати позичальників за групами, яким притаманний певний рівень кредитоспроможності.

Найвідомішими прикладами існуючих у світі моделей, що засновані на методології дискримінантного аналізу, є модель *Альтмана* (1968 р., США); система аналізу *Вайбеля* (1973 р., Швейцарія); модель *Беермана* (1976 р., Німеччина); модель *Краузе* (1993 р., Німеччина); система показників *Бівера* (1966 р., США); методика оцінювання кредитних ризиків Дойче Бундесбанку (1999, 2003, 2008 рр., *Deutsche Bundesbank*).

Застосування дискримінантного аналізу передбачає побудову математичної багатофакторної моделі, що дозволяє класифікувати боржника за рівнем кредитоспроможності. Розрахунки здійснюються із застосуванням багатофакторної дискримінантної моделі за формулою:

$$Z = a_1K_1 + a_2K_2 + a_3K_3 + a_4K_4 + a_5K_5 + a_nK_n - a_0, \qquad (12.3)$$

де Z – інтегральний показник; K_1, K_2 ... K_n – фінансові коефіцієнти, що визначаються на підставі даних фінансової звітності боржника – юридичної особи; a_1, a_2... a_n – параметри, що визначаються з урахуванням вагомості та розрядності фінансових коефіцієнтів і щорічно актуалізуються НБУ на підставі даних фінансової звітності боржників – юридичних осіб; a_0 – вільний член дискримінантної моделі, значення якого щорічно актуалізуються НБУ.

Графічно дискримінантну функцію наведено на рис 12.8.

Алгоритм побудови дискримінантної моделі оцінки кредитоспроможності юридичної особи-позичальника:

Крок 1. Підбір первинного каталогу незалежних змінних (індикаторів кредитоспроможності) з використанням експертних методів аналізу.

Крок 2. Формування двох (або трьох) сукупностей (груп) підприємств:

а) фінансово стійкі (повернення кредитів та розрахунки здійснюються відповідно до умов договорів); б) фінансово нестійкі підприємства (проблемні позичальники).

Крок 3. Економетричні розрахунки: побудова матриць незалежних змінних, дисперсійно-коваріаційних матриць тощо.

Крок 4. Перевірка значущості різниці між середніми значеннями показників у проблемних і стійких позичальників. Чим більший *F*-критерій, тим точніше розмежування між проблемними та стійкими позичальниками. Експертна оцінка фінансових показників за допомогою критерію *Лямбда Вілкса* така: чим більше значення критерію, тим менший рівень спроможності показника до розмежування груп позичальників.

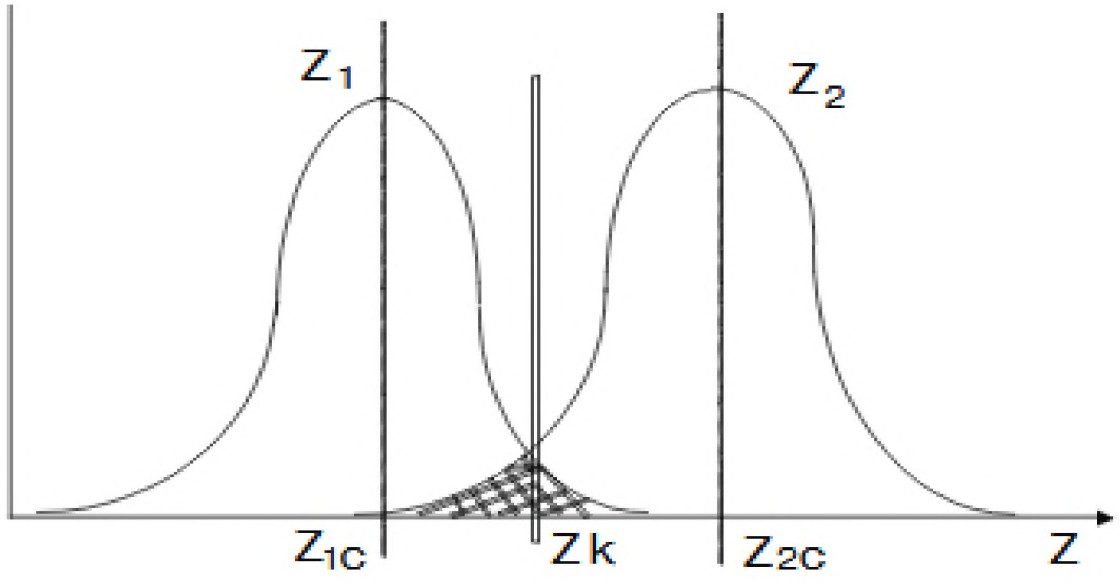
Крок 5. Знаходження параметрів (вагових значень показників) дискримінантної моделі.

Крок 6. Оцінка впливу окремих індикаторів на інтегральний показник.

Крок 7. Селекція фінансових індикаторів: у моделі залишаються параметри з найвищим рівнем впливу на інтегральний показник.

Крок 8. Розробка «ключа» інтерпретації до дискримінантних моделей.

Крок 9. Оцінка якості дискримінантних моделей.



Z_{1C} – середнє значення інтегрального показника для фінансово неспроможних підприємств; Z_k – лінія поділу (критичне значення); Z_{2C} – середнє значення інтегрального показника для фінансово спроможних підприємств.

Рис. 12.8. Дискримінантна функція

Фінансові коефіцієнти визначаються на підставі даних фінансової звітності за останній звітний період. Передбачено вісімнадцять моделей розрахунку інтегрального показника у розрізі позичальників, які належать до суб'єктів малого бізнесу та до великих і середніх підприємств, та диференціація моделей на дев'ять груп за видами економічної діяльності. Основна ідея ранжування моделей полягає у забезпеченні достатньої точності оцінок кредитних ризиків.

Перелік фінансових коефіцієнтів, що включені до моделі інтегральної оцінки, які характеризують усі основні позиції фінансового стану позичальника: структура капіталу; прибутковість; рентабельність; ліквідність; платоспроможність; оборотність.

Методичний підхід передбачає врахування різних показників для розрахунку прибутковості, що у комбінації з різними базами розрахунку (виручка, активи, інвестований власний капітал) забезпечує незначний рівень кореляції зазначених коефіцієнтів. Це також стосується коефіцієнтів оборотності та ліквідності.

Варто зазначити, що комплексні моделі, що використовуються для оцінки позичальника, мають ряд недоліків та суб'єктивних характеристик, що й зумовлює таку різноманітність. Порівняльну характеристику критеріїв на основі моделей комплексного аналізу наведено у табл. 12.2.

Існують відмінності під час визначення кредитного ризику щодо боржників певної групи, на що зважають при визначенні ймовірності його дефолту.

Дефолт боржника/контрагента *– стан у відносинах між банком і боржником/контрагентом, що характеризується ознаками:*

1) боржник/контрагент (крім іншого банку) прострочив погашення боргу перед банком більше ніж на 90 календарних днів. Банк-боржник/контрагент прострочив погашення боргу/не виконав вимогу банку більше ніж на 30 календарних днів;

2) боржник/контрагент не спроможний забезпечити в повному обсязі виконання зобов'язань перед банком, його материнською та дочірніми установами в установлений договором/договорами строк без застосування банком процедури звернення стягнення на забезпечення (за наявності).

Таблиця 12.2

Критерії оцінювання фінансового стану позичальника на основі моделей комплексного аналізу

Критерій оцінювання	*CAMPARI*	*PARTS*	*PARSER*	*MEMORISK*	Система «6С»	*4FC*
Репутація позичальника, якість менеджменту, управлінські навички	+	-	+	+	+	+
Досвід	-	-	-	+	-	-
Загальні обставини для бізнесу позичальника, специфіка галузі, динаміка	-	-	-	+	+	+
Забезпечення кредиту, можливість реалізації застави, спосіб страхування кредитного ризику	+	+	+	+	+	+
Контроль	-	-	-	+	-	-
Фінансовий стан позичальника, оцінка бізнесу, адекватність капіталу	-	-	-	+	+	+
Експозиція грошових потоків та кредитних потреб	+	-	-	-	+	-
Можливість погашення кредиту	+	+	+	+	+	-
Обґрунтування суми кредиту	+	+	+	-	+	-
Винагорода за кредитний ризик, процентна ставка	-	-	+	+	-	-
Доцільність надання позики	-	-	+	+	-	-
Мета кредиту	+	+	-	-	-	-
Термін кредиту	-	+	-	-	-	-

Групи боржників наведено у табл. 12.3.

Таблиця 12.3

Групи боржників при визначенні ймовірності дефолту

1. Підприємства та організації, які, відповідно до вимог законодавства України, віднесені до категорії великих, середніх та малих підприємств
2. Органи державної влади та органи місцевого самоврядування (бюджетні установи)
3. Фізичні особи, у тому числі фізичні особи-суб'єкти господарювання
4. Об'єднання співвласників багатоквартирних будинків та житлово-будівельні кооперативи (ОСББ та ЖБК)
5. Банки

Найпоширенішими групами боржників є юридичні особи, методики визначення кредитоспроможності яких розглянуто вище, та **позичальники-фізичні особи**, кредитоспроможність яких має свої особливості. Використання методик оцінки цієї групи позичальників має відбуватись у межах дотримання методик і процедур, що визначені Постановою НБУ «Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями» від 30.06.2016 № 351.

Інформація про позичальника-фізичну особу має бути зібрана банком у кредитній документації (справі) боржника. ***Справа боржника*** – перелік документів, що є необхідним для подання до банку у випадку отримання кредиту та на основі якого можна провести належну оцінку кредитного ризику, яка формується з часу укладення договору та оновлюється впродовж його дії в частині, що зазнала змін, протягом п'яти робочих днів із дня отримання банком інформації, яка є підставою для внесення таких змін.

За визначенням кредитоспроможності боржника-фізичної особи банк зобов'язаний визначати ймовірність дефолту та враховувати кількісні та якісні показники, що наведені у табл. 12.4.

Питома вага кількісних показників у загальній оцінці фінансового стану боржника-фізичної особи має становити не менше ніж 70 %. Оптимальні значення кількісних показників, характеристики якісних показників, порядок їх урахування під час оцінки фінансового стану боржника-фізичної особи, а також спосіб (принцип) їх вбудовування до власної системи класифікації кредитних операцій визначаються банком у внутрішньобанківському положенні. Найпоширенішою методикою оцінки кредитоспроможності фізичних осіб є кредитний скоринг. ***Скоринг*** – це методика оцінки кредитного ризику, яка дозволяє, оцінивши набір ознак, що характеризують позичальника, визначити, чи варто надавати йому кредит. Його основне завдання полягає не лише у з'ясуванні, чи спроможний клієнт повернути кредит та виплатити відсотки, але і ступінь надійності потенційного позичальника.

Таблиця 12.4

Показники, що враховуються при визначенні кредитоспроможності фізичної особи-позичальника

Кількісні показники	Якісні показники
сукупні чисті надходження (щомісячні сукупні надходження, зменшені на щомісячні сукупні витрати та зобов'язання, крім зобов'язань перед банком, що здійснює оцінку фінансового стану боржника-фізичної особи з метою оцінки кредитного ризику)	загальний матеріальний стан клієнта (тобто наявність у власності майна, крім майна, переданого в заставу)
накопичення на рахунках у банку (інформація надається боржником-фізичною особою за бажанням)	соціальна стабільність клієнта (тобто наявність постійної роботи, ділова репутація, сімейний стан тощо)
коефіцієнти, що характеризують поточну платоспроможність боржника-фізичної особи і його фінансові можливості виконати зобов'язання за кредитом (зокрема співвідношення сукупних доходів і витрат/зобов'язань боржника-фізичної особи; співвідношення обсягу боргу за кредитом до вартості об'єкта кредитування; співвідношення щомісячних витрат боржника на обслуговування боргу до обсягу його щомісячних доходів тощо)	кредитна історія боржника, інформація щодо боржника, отримана з державних реєстрів
	вік клієнта

Результатом реалізації методики в кожному окремому випадку є інтегральний показник *(score)*, що порівнюється з певним числовим порогом, або лінією поділу, яка є лінією беззбитковості. Клієнтам з інтегральним показником вище цієї лінії видається кредит, а нижче лінії беззбитковості – відмовляють. Найбільш виправданим є застосування кредитного скорингу для визначення кредитоспроможності фізичних осіб при споживчому, іпотечному та картковому кредитуванні.

Формула для визначення класу позичальника має такий вигляд:

$$Кл = a_n \times x_n, \qquad (12.4)$$

де a_n – ваговий коефіцієнт певного показника, визначений за допомогою експертної оцінки; x_n – показник, що має вплив на кредитоспроможність позичальника – фізичної особи.

Практично всі системи роздрібного кредитування підтримують інтеграцію з окремими скоринговими додатками. Реалізувати скорингову систему можна в середовщі СУБД *Access*, що підтримує реляційну модель БД і працює в середовищі *Windows*.

Складнішими ніж скорингові моделі є *logit*- та *probit*-моделі оцінки кредитоспроможності, які є інформативнішими та багатофакторними. Передбачені моделлю значення надають більш важливу інформацію ніж просто відповідь на запитання, чи буде повернений позичальником кредит? Ці моделі у підсумку визначають ймовірність неповернення кредиту певним позичальником. Встановлюючи різний пороговий рівень ризику, банківські аналітики можуть коригувати модель із метою посилення чи послаблення жорсткості відбору позичальників.

Банки, як правило, застосовують власні критерії при формуванні системи бальної оцінки, коригуючи її при істотній зміні стану зовнішнього середовища з урахуванням накопиченого в цій галузі досвіду.

Банк визначає клас боржника-фізичної особи на підставі результатів оцінки його фінансового стану відповідно до наведених характеристик, зокрема з урахуванням фактора своєчасності сплати боргу. Фінансовий стан може бути високим, добрим, задовільним, незадовільним або критичним.

Порівняно з кредитними ризиками, що виникають при обслуговуванні юридичних осіб, цей вид кредитування є менш ризиковим, зокрема з позиції розмірів кредиту та термінів. Саме через це банки намагаються збільшити кредитний портфель саме кредитами фізичним особам, особливо враховуючи сучасні макроекономічні умови. Проте у кінцевому підсумку це призводить до невиконання вимог до кредитного ризику та зростання простроченої заборгованості.

Контрольні запитання

1. Охарактеризуйте сутність кредиту як економічної категорії.
2. Назвіть види банківських кредитів та критерії їх класифікації.
3. Які засади формування кредитної політики?

4. Назвіть джерела формування кредитних ресурсів банку та дайте їхню характеристику.

5. На які цілі банкам забороняється надавати кредити?

6. Які види застави можуть виступати як забезпечення за кредитом?

7. Що таке гарантія і які види гарантії використовуються банками як забезпечення за кредитами?

8. Охарактеризуйте фактори, які впливають на встановлення відсоткової ставки за кредитом.

9. Назвіть методи ціноутворення за кредитами.

10. Яким чином здійснюється розрахунок суми відсотків за кредитом?

11. Назвіть основні етапи кредитного процесу.

12. Які документи подаються позичальником-юридичною особою для отримання кредиту в банку?

13. У чому полягає сутність фінансового моніторингу кредитних операцій банку?

14. Назвіть мету та основні напрями кредитного моніторингу.

15. Сутність і мета оцінки кредитоспроможності позичальника.

16. Які фактори впливають на вибір системи показників оцінки кредитоспроможності позичальника?

17. Які переваги мають рейтингові методики оцінки кредитоспроможності позичальника?

18. Які фінансові показники використовуються для оцінки фінансового стану позичальника – юридичної особи?

19. Назвіть особливості оцінки кредитоспроможності позичальника-фізичної особи.

20. Сутність і перспективи використання кредитного скорингу для оцінки кредитоспроможності позичальника-фізичної особи.

Тести

1. Банківський кредит – це:

а) позичковий капітал банку у грошовій формі, що передається у тимчасове користування на принципах, визначених у кредитній угоді;

б) сума відстрочки платежу за реалізовані товари та надані послуги;

в) кошти, що залучені банком на принципах платності, строковості та повернення;

г) послідовність етапів реалізації кредитних відносин.

2. За наявністю і характером забезпечення розрізняють позики:

а) кредитні лінії; в) бланкові;

б) короткострокові; г) стандартні.

3. На другому етапі кредитного процесу:

а) позичальник подає у банк пакет документів для отримання кредиту;

б) банк приймає рішення про видачу кредиту або відмову у видачі кредиту;

в) банк здійснює кредитний моніторинг;

г) банк проводить оцінку кредитоспроможності позичальника.

4. Відповідно до умов кредитного договору позичальник зобов'язаний:

а) перевіряти первинні документи, що підтверджують цільове використання кредиту;

б) перевіряти наявність заставленого майна та умови його зберігання;

в) забезпечувати своєчасне погашення заборгованості за кредитом та сплату відсотків;

г) вимагати пролонгацію кредиту у випадку виникнення тимчасових фінансових труднощів.

5. Для оцінки ділової активності позичальника необхідно розрахувати коефіцієнт:

а) миттєвої ліквідності;

б) фінансової незалежності;

в) рентабельності активів;

г) оборотності активів.

6. Для отримання кредиту позичальник – фізична особа має подати в банк:

а) висновок аудиторської перевірки;
б) копію паспорта;
в) бізнес-план;
г) статут.

7. До якісних показників оцінки кредитоспроможності позичальника належать:

а) коефіцієнт миттєвої ліквідності;
б) рентабельність активів;
в) кредитна історія позичальника;
г) коефіцієнт фінансової незалежності.

8. До сигналів виникнення проблемного кредиту можна віднести:

а) виконання позичальником графіка погашення заборгованості та відсотків за кредитом;
б) зниження ринкової вартості та ліквідності забезпечення за кредитом;
в) збільшення обсягів реалізації продукції;
г) зниження терміну обротності обротних коштів.

9. При аналізі кредитоспроможності позичальника – фізичної особи банк аналізує:

а) дотримання нормативу обов'язкового резервування коштів;
б) соціальну стабільність;
в) ділову активність;
г) рентабельність виробництва.

10. Метод ціноутворення за кредитом «аналіз дохідності клієнта» полягає у:

а) визначенні кредитної ставки як суми базової ставки і кредитного спреду;
б) врахуванні вартості залучених коштів і всіх витрат банку, пов'язаних з наданням кредиту;
в) визначенні кредитної ставки як суми відсоткових витрат залучення коштів на грошовому ринку та надбавки банку;
г) врахуванні всіх взаємозв'язків із конкретним клієнтом і кредитної історії позичальника.

Завдання

1. Визначити суму погашення заборгованості за кредитом і суму нарахованих за ним відсотків, якщо підприємство отримало кредит у сумі 120 тис. грн строком на 8 місяців під 22 % річних. Відсотки за кредит погашаються після закінчення терміну дії кредитної угоди.

2. Банк надав короткостроковий споживчий кредит у сумі 35 тис. грн строком на 7 місяців під 24 % річних. Погашення кредиту проводиться рівними терміновими внесками в кінці кожного місяця. Відсотки нараховуються на фактичну заборгованість за кредитом і погашаються щомісяця. Розрахувати суму термінових внесків і загальну суму відсотків, отриманих банком.

3. Банк надав підприємству кредит у сумі 65 тис. грн строком на 6 місяців під 2 % річних. Розрахувати суму заборгованості підприємства перед банком за умови щомісячного нарахування складних відсотків.

4. Підприємство має гостру потребу в оборотних коштах. У процесі експертизи кредитним відділом банку було з'ясовано, що підприємство зможе погасити кредит з виручки від реалізації в сумі 260 тис. грн, яку воно одержить через 4 місяці. Розрахувати максимальну суму кредиту підприємству, якщо ставка з кредитування становить 22 % річних.

5. Банк надав підприємству кредит у сумі 75 тис. грн строком на 5 років під 25 % річних. Розрахувати суму заборгованості підприємства перед банком на момент погашення заборгованості за кредитом і суму процентного доходу, отриманого банком, за умови, що погашення кредиту проводиться рівними терміновими внесками в кінці кожного року.

6. 10 січня 2018 р. підприємство отримало кредит у банку у сумі 120 тис. грн строком на 5 місяців під 22 % річних. Розрахувати суму заборгованості підприємства перед банком за умови нарахування простих відсотків (база нарахування 365 днів). Відсотки погашаються після закінчення терміну дії кредитної угоди.

7. 3 січня 2016 р. підприємство «Сігма» отримало кредит у банку в сумі 1,5 млн грн під 22 % річних строком на 8 місяців, а спільне підприємство «Гама» – у сумі 600 тис. грн строком на 10 місяців під 22 % річних. У перший місяць після отримання кредиту підприємство «Сігма» поглинуло підприємство «Гама», взявши на себе усі його зобов'язання. У банку для зручності обліку було прийнято рішення об'єднати зобов'язання за кредитами та встановити термін погашення заборгованості на 1 листопада за умови, що 1 серпня підприємство «Сігма» сплатить третину заборгованості. Розрахувати суму боргу підприємства «Сігма» перед банком та суму доходу банку від кредитної операції (база нарахування відсотків 365 днів).

8. Підприємство одержало кредит у банку в сумі 250 тис. грн терміном на 4 місяці під 22 % річних. Однак після закінчення цього терміну підприємство не змогло погасити кредит і банк погодився пролонгувати заборгованість ще на 2 місяці, при цьому збільшивши процентну ставку до 26 % річних. Розрахувати суму заборгованості підприємства перед банком на момент погашення заборгованості. Відсотки погашаються після закінчення терміну дії кредитного договору.

9. Банк видав кредит підприємству на поповнення оборотних коштів 01.09.2015. Підприємству була відкрита кредитна лінія з лімітом кредитування 500 тис. грн терміном на 2 місяці. Процентна ставка з кредиту становить 20 % річних.

02.09.15 було видано перший транш у сумі 200 тис. грн;

15.09.15 було видано другий транш у сумі 250 тис. грн;

25.10.15 було погашено частину кредиту в сумі 300 тис. грн;

повністю кредит було погашено 02.11.2015.

Визначити суму заборгованості підприємства перед банком за умови, що відсотки погашаються наприкінці терміну дії кредитного договору (база нарахування відсотків 365 днів).

Список рекомендованих джерел

1. Бечко П. К. Роль кредитного ринку в системі кредитування / Бечко П. К., О. В. Демченко // Агросвіт. – 2012. – № 12. – С. 23–27.

2. Вовк В. Я. Кредитування і контроль : навч. посіб. / В. Я. Вовк, О. В. Хмеленко. – К.: Знання, 2008. – 463 с.

3. Вовчак О. Модернізація підходів до оцінки кредитоспроможності позичальників банку / О. Вовчак, Н. Меда // Вісник НБУ. – 2013. – № 12. – С. 11–15.

4. Геселева Н. В. Сучасні підходи до зниження кредитних ризиків / Н. В. Геселева, В. Г. Степанов // Вісник Київського національного університету технологій та дизайну. – 2017. – № 4 (113). – С. 57–63. – (Серія «Економічні науки»).

5. Коваленко Ю. М. Етапи інституційних трансформацій у банківській системі на теренах України / Ю. М. Коваленко // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». – 2015. – Вип. 28. – С.119–124. – (Серія «Економіка»).

6. Коваленко Ю. М. Фінансова стійкість і її підтримання у фінансовому секторі економіки: міжнародний і національний контекст / Ю. М. Коваленко // Бізнес-Інформ. – Харків, 2013. – № 9. – С. 274–279.

7. Кривоконь О. С. Організаційні аспекти аналізу кредитоспроможності підприємств-позичальників [Електронний ресурс] / О. С. Кривоконь, І. М. Буряк // Ефективна економіка. – 2012. – № 6. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2012_6_40.

8. Матвійчук А. Використання logit- та probit-регресій для оцінки кредитоспроможності позичальника / А. Матвійчук, В. Бень // Вісник НБУ. – 2015. – № 5. – С. 37–41.

9. Ониськів Л. М. Актуальні проблеми оцінки кредитного ризику банку: нові вимоги та вплив на кредитування / Л. М. Ониськів // Глобальні та національні проблеми економіки. – 2017. – № 15. – С. 542–547.

10. Оцінка кредитоспроможності та інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання: монографія / А. О. Єпіфанов, Н. А. Дехтяр. Т. М. Мельник, І. О. Школьник та ін. ; за ред. д.е.н. А. О. Єпіфанова. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – 286 с.

11. Про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями [Електронний ресурс]: Постанова правління НБУ: від 30.06.2016 № 35. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16.

12. Про порядок формування та використання банками резервів для відшкодування можливих втрат за активними операціями [Електронний ресурс]: Постанова Правління НБУ: від 25.01.2012 № 23. – Режим доступу: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0231-12.

13. Про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків [Електронний ресурс]: Постанова правління НБУ: від 06.07.2000 № 279. – Режим доступу: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z0474-00.

14. Романенко О. Р. Фінанси : підруч. / О. Р. Романенко. – 4-те вид. – К. : Центр навчальної літератури, 2009 – 312 с.

15. Рум'янцев А. М. Скорингові системи: наука допомагає бізнесу / А. М. Рум'янцев // Фінансовий директор. – 2008. – № 1. – С. 56–64.

16. Смолева Т. М. Сучасні методи оцінки кредитоспроможності позичальників банками України / Т. М. Смолева // Финансы, учет, банки. – 2014. – Вып. 1. – С. 241–245.

17. Терещенко О. Оцінка кредитних ризиків: відповідність новацій НБУ міжнародній практиці / О. Терещенко // Вісник НБУ. – 2012. – № 9. – С. 26–30.

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

РОЗДІЛ 13
ЦІНОУТВОРЕННЯ ТА АНАЛІЗ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

13.1. Економічні теорії щодо ціноутворення на фінансових ринках.

13.2. Ціноутворення та види цін на фінансовому ринку.

13.3. Цінові механізми фінансового ринку.

13.4. Система показників кон'юнктури фінансового ринку.

13.5. Аналіз ціноутворення на фінансовому ринку. Технічний аналіз.

13.1. Економічні теорії щодо ціноутворення на фінансових ринках

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

Сучасна теорія та практика ціноутворення – це продукт тривалої еволюції соціально-економічних відносин суспільства. Домінуючими концепціями у теорії походження цін та ціноутворення стали: 1) теорія вартості (середина XVII – кінець XVIII ст.); 2) теорія граничної корисності (кінець XVIII ст.); 3) теорія попиту та пропозиції; 4) теорія ринкової рівноваги (кінець XIX – початок XX ст.). Кожна з них зробила великий внесок у розвиток ціноутворення та його підґрунтя (табл. 13.1).

Методологія ринкового ціноутворення природно пов'язана з теорією вартості, що базується на різних концепціях. Представники ***теорії трудової вартості*** (*В. Петті, А. Сміт, Д. Рікардо*) розглядали ціну як грошове вираження вартості товару, а вартість – як величину суспільно необхідних витрат праці. Свій розвиток вона отримала у працях *К. Маркса*, який розробив учення про двоїстий характер втіленої в товарі праці, розкрив суперечність

між приватною та суспільною, конкретною та абстрактною працею, споживчою вартістю та вартістю товару, дослідив історичний процес розвитку обміну і форм вартості, розкрив природу і сутність грошей як загального еквівалента.

Таблиця 13.1

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

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

Крім трудової вартості, до «витратних» концепцій належать також теорія витрат виробництва та теорія трьох факторів виробництва. Прихильники ***теорії витрат виробництва*** (*Р. Торренс, Н. Сеніор, Дж. Мілль, Дж. Мак-Куллох* та ін.) розглядають витрати виробництва як основу мінової вартості та цін: мінова вартість створюється не лише живою, а й минулою, уречевленою працею. Вони виходять з того, що оскільки величина витрат виробництва залежить від цін на окремі їх елементи (предмети і засоби праці,

робочу силу), то використання витрат як основи ціноутворення означає пояснення цін на товари цінами на елементи витрат.

Засновники ***теорії трьох факторів виробництва*** французькі економісти першої половини XIX ст. *Ж. Б. Сей* і *Ф. Бастіа* трактували формування вартості у процесі виробництва як результат витрат трьох його основних факторів – праці, капіталу та землі. Кожний із цих факторів «створює» відповідну частину вартості: праця – заробітну плату, капітал – відсоток, а земля – ренту.

Наприкінці XIX ст. набув поширення принципово новий підхід до аналізу вартості – з позиції ***теорії граничної корисності*** (*Д. Кларк, І. Фішер, К. Менгер, Е. Бем-Баверк, Ф. Візер* та ін.). Тут розмежовується сукупна корисність блага (тобто корисність усього запасу або всієї доступної даному індивіду кількості благ) і гранична корисність блага (тобто корисність останньої одиниці цього запасу або доступної кількості благ). Зокрема, *К. Менгер* доводив, що при визначенні цінності благ необхідно брати за основу потреби конкретної людини. Він побудував шкалу корисностей на основі ранжування благ за їх цінністю для споживача. При цьому він не намагався кількісно виміряти граничну корисність і суб'єктивну цінність, вважаючи можливим визначення лише порядку розташування потреб за принципом «від більшого до меншого». Отже, з позицій корисності, цінність розглядалась як позиція індивідуума щодо важливості благ у його розпорядженні.

Суттєвий вплив на сучасні теорії вартості та ціни чинить неокласична ***теорія попиту та пропозиції*** англійського економіста кінця XIX – початку XX ст. *А. Маршалла*, який пов'язував зміну попиту з граничною корисністю, а пропозиції – з вирішальним впливом витрат виробництва.

Розглянуті вище теорії (теорія трудової вартості, теорія витрат, теорія трьох факторів виробництва) розглядають формування вартості як основу ціни з боку виробників (пропозиції), які зацікавлені у реалізації товару/послуги за ціною, що покриває витрати і забезпечує норму прибутку. Прихильники теорій корисності в основу формування вартості закладають споживчу вартість (попит) як основу ціни, що приносить корисність споживачу.

Поява ж маржиналістських концепцій дозволила подолати недоліки класичної та марксистської шкіл і стала однією з фундаментальних основ економічної науки XX ст.

З огляду на дослідження теорій походження ціни її визначення ґрунтується на двох основних підходах – класичному та маркетинговому. Визначення ціни за допомогою вартості властиве першому, а другий передбачає, що ціна базується на пошуку рівноважної величини.

Огляд сучасних теорій фінансового ринку, що пов'язані з ціноутворенням, слід почати з гіпотези ефективного ринку (ГЕР, англ. *effective market hypotheses*), витоки якої беруть свій початок із робіт французького математика *Л. Бушельє* початку XX ст. (табл. 13.2).

Таблиця 13.2

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

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

Гіпотезу ефективного ринку було розроблено у 50–60-их рр. XX ст. з припущенням: фінансовий ринок є ефективним, якщо він повністю і достовірно враховує всю необхідну інформацію за визначені ціни фінансових інструментів, а чергове цінове зрушення відбувається лише за появи нової інформація, на яку всі учасники ринку реагують однаково і миттєво.

У середині 60-их рр. XX ст. *Ю. Фама* остаточно формалізував спостереження різних дослідників у новий підхід – ***теорію ефективного ринку*** (*Efficient market theory*), де виділено три рівні ефективності ринку, останній з яких припускає, що у ціну досліджуваного активу закладена вся доступна учасникам ринку інформація. Умови ефективного функціонування ринків: 1) забезпечення повноти ринків; 2) конкурентність поведінки споживачів і виробників; 3) досягнення стану рівноваги. Порушення хоча б однієї із цих умов призводить до неефективного розміщення ресурсів, а згодом втрат у суспільному добробуті. За цих обставин втручання держави може підвищити добробут ринкових суб'єктів і суспільства в цілому. При цьому загальний принцип повноти ринків передбачає, що вони спроможні забезпечити комунікацію між своїми учасниками та їх інформування про можливості укладання взаємовигідних угод для підвищення добробуту обох сторін.

Інформаційний аспект у поведінці ринкових суб'єктів займає важливе місце також у ***теорії раціональних сподівань***, розробленій у 60–70-ті рр. XX ст. американським ученим *Р. Лукасом*. Головний її постулат: оскільки за формування своїх очікувань економічні суб'єкти використовують наявну доступну інформацію оптимально (раціонально), то й їхні сподівання є раціональними. Важливий висновок цієї теорії для державної політики полягає в мінімальному втручанні у роботу ринків, адже раціонально діючі економічні суб'єкти можуть передбачити будь-які рішення влади та адаптувати свою поведінку.

На принципово інших позиціях ґрунтується ***теорія асиметричної інформації***, започаткована у 70-ті рр. XX ст. американськими вченими *Дж. Акерлофом*, *М. Спенсом* та *Дж. Стігліцем*. Свої теоретичні моделі вони будували з урахуванням неспроможності

ринків забезпечити автоматичне врівноваження попиту і пропозиції за швидкої зміни цін через відсутність повної чи надійної інформації та різних інституційних обмежень.

У цілому для сучасних досліджень ціноутворення на фінансових ринках характерним є відхід від уявлень про досконалість (зокрема, інформаційну) ринків та визнання неминучих ситуацій їх неспроможності, що пояснюють потребу в державному втручанні у процеси ціноутворення.

Основу технічного аналізу цін започаткувала ***теорія Доу***, в основі якої лежить серія публікацій *Ч. Доу*, американського журналіста, першого редактора газети *Wall Street Journal* і одного із засновників компанії *Dow Jones and Co*. Уже після смерті *Ч. Доу* теорія була розроблена *В. Гамільтоном, Ч. Рі* та *Дж. Мегі*. Доведено, що на ринку існує три типи трендів: первинний (довгостроковий), вторинний (проміжний) і малий (короткостроковий). Кожен первинний тренд складається з трьох фаз – накопичення, участі та реалізації. Під час першої фази найпроникливіші інвестори починають скуповувати (розпродавати) фінансові інструменти, незважаючи на загальні тенденції ринку. Ця фаза не супроводжується значними змінами ціни через невелику кількість інвесторів, але за ними починають спостерігати активні трейдери. Друга фаза супроводжується зміною ціни. Під час третьої – новий тренд розпізнає весь ринок і починається ажіотаж. У цей момент проникливі інвестори розпочинають реалізовувати прибуток та закривати позиції.

Тренди підтверджуються обсягами торгів, а зміна цін активів за малого обсягу пояснюється великою кількістю причин і не характеризує поточний тренд. Якщо ж зміна ціни відбулась на тлі великих обсягів торгів, то це відображає реальну ситуацію на ринку і характеризує розвиток поточного тренда або новий тренд.

Тренди діють до того часу, поки не з'явиться однозначний сигнал про припинення.

Характер поведінки ринкових цін описує ***хвильова теорія*** *Р. Еліотта*, що реалізує принцип хвилі, де рух цін на фінансових ринках складається з постійно повторюваних циклів. Типовим циклом вважається послідовність п'яти хвиль на стадії зростання

ціни з подальшими трьома хвилями на стадії спаду. З практичної точки зору реалістичнішою є так звана «*теорія ходіння навмання*», або «*теорія випадкового кроку*» (*Random Walk Theory*), згідно з якою курси змінюються безсистемно незалежно від історичних змін, тому їх не можна передбачити на підставі кон'юнктурних даних минулих часів. На думку прихильників цієї теорії, ціни швидко і достатньо поглинають усю можливу інформацію щодо будь-яких чинників фінансового ринку і не залежать від попередньої динаміки. Коливання цін має суто випадковий характер, тож отримання арбітражного прибутку шляхом прогнозування на підставі інформації минулих періодів неможливе.

Однією з перших теорій на валютному ринку є ***теорія паритету купівельної спроможності***, розроблена ще в XVI ст., яка була предметом дослідження *Д. Рікардо* та інших відомих економістів. Визначено, що ціна товару в одній країні повинна відповідати ціні на такий самий товар в іншій, що перерахований за поточним курсом. У 20-х рр. XX ст. теорію розвив шведський учений *Г. Кассель*, який запропонував використовувати поняття «товарний кошик». Прихильниками цього підходу стали *І. Фішер*, *Ф. Хайєк*, *М. Фрідман*. Існують також й інші, більш пізні теорії, наприклад ***теорія спекуляцій*** *Л. Башельє*, який спостерігав за цінами на Паризькій біржі на початку XX ст. Він виявив певні тенденції, за якими необхідно розглядати процес зміни цін акцій як випадковий, та вивів певну математичну залежність, яку потім формалізував *М. Осборн*. У статті про броунівський рух на ринку (1964) *М. Осборн* запропонував модель, у якій зміни цін на ринку еквівалентні броунівському руху частки в рідині. Заключним і найбільш значущим висновком було те, що цінові зміни незалежні. Це дозволило застосувати до прогнозування ринків статистичний аналіз і величезну кількість моделей і методів, заснованих на ньому.

У 1976 р. американський економіст *С. Росс* запропонував ***теорію арбітражного ціноутворення*** (*The Arbitrage Pricing Theory*, *APT*) як альтернативну версію моделі оцінки капітальних активів, яка довела зв'язкок між дохідністю і ризиком за цінними паперами.

У розвиток теорії походження цін на фінансовому ринку внесли свій внесок нобелівські лауреати. Так, *В. Шарп*, *Д. Тобін* та інші запропонували власні моделі ціноутворення на фінансових ринках. Більш детально вони розглядатимуться у наступному підрозділі.

13.2. Ціноутворення та види цін на фінансовому ринку

Ціноутворення на фінансовому ринку – це процес формування цін на фінансові активи та інструменти за певними правилами з використанням конкретних методів на основі загальноприйнятих принципів з урахуванням окремих факторів. **Ціна** – це плата за тимчасове, постійне чи тривале використання фінансовими активами та інструментами.

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

До основних ***принципів ціноутворення*** відносять такі:

– науковий підхід: обґрунтованість цілей ціноутворення;

– цільове спрямування залежно від цінової політики та цінової стратегії учасників ринку;

– зіставлення цін за різні періоди на різні фінансові інструменти;

– реальність або достовірність, тобто втілення в ціні паперів фактичних витрат на емісію;

– взаємозамінність: урахування рівня цін на аналогічні фінансові інструменти;

– справедливість: відображення реального рівня витрат на фінансові операції;

– мобільність: поєднання стратегії та тактики ціноутворення тощо.

Принципи ціноутворення реалізуються з урахуванням стратегій гравців ринку, які розрізняють залежно від обраної мети: швидке отримання прибутку від продажу; завоювання частини

ринку; встановлення високої початкової ціни (стратегія «зняття вершків») або встановлення низької початкової ціни; проникнення на ринок; встановлення ціни на основі калькуляції витрат; встановлення ціни на рівні ринкової тощо.

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

– галузева належність емітента та територіальні умови його розміщення,

– ступінь технічної озброєності емітента, інвестиційні характеристики фінансових інструментів;

– урахування цін на аналогічні фінансові інструменти та послуги на зовнішньому ринку, особливості системи формування цін;

– рівень конкуренції та монополізму, розвитку ринкових відносин;

– рівень податків тощо.

На практиці у процесі формування цін одночасно враховується велика кількість ринкових факторів, що об'єднані в три групи: попит, витрати та конкуренція. До *факторів попиту* відносять обсяг потенційних інвестицій, смаки та звички інвесторів, їхні доходи, наявність аналогічних та інших фінансових інструментів. *Факторами витрат* є емісійні, маркетингові та інші витрати, що пов'язані з випуском і обігом фінансових інструментів.

Ціни на фінансовому ринку визначає *конкуренція*, оскільки державний бюджет, кредитний, грошовий ринок і ринок цінних паперів не лише доповнюють, а й конкурують між собою в залученні фінансових ресурсів. Наприклад, збільшення бюджетних ресурсів, підвищення податків безумовно призведе до скорочення вільних грошових ресурсів корпорацій та домогосподарств і, відповідно, до звуження ринків банківського кредиту і цінних паперів. До факторів конкуренції відносять: кількість і різноманітність емітентів, наявність аналогічних фінансових інструментів, рівень цін конкурентів.

Таким чином, на ціноутворення на фінансовому ринку впливають як традиційні фактори (попит, пропозиція, конкуренція), так і специфічні (тип, вид, різновид фінансового інструмента,

термін обігу, інвестиційні властивості, управлінські можливості, рейтинг та ділова репутація емітента, його галузева належність, територіальне місцезнаходження, інвестиційний клімат та інвестиційна місткість ринку).

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

Особливості системи формування цін визначаються емітентами ще на стадії розробки та прийняття умов випуску фінансових інструментів, виборі ринкового сегмента їх поширення. Якщо такий сегмент занадто обмежений, то ціна визначається ціною первинного розміщення і ціною погашення. У цьому випадку ціна прив'язується до дати продажу інструменту і може називатися призначуваною. Оскільки простір вторинного ринку не обмежується, емітент має можливість визначити лише початкову ціну первинного розміщення і кінцеву ціну погашення. Проміжні ціни протягом усього терміну дії встановлюються ринком, а не емітентами. Якщо фінансові інструменти є борговими, то вони мають фіксовані ціни первинного продажу та погашення, а також термін дії та дату погашення.

Оцінювання фінансових активів здійснюється як на первинному, так і на вторинному ринках. На *первинному ринку* ***оцінювання*** полягає у встановленні такої ставки доходу за фінансовим активом, яка б відповідала ступеню його ризиковості, ринковим процентним ставкам, кредитному рейтингу емітента. На *вторинному* – воно здійснюється за допомогою переоцінки, коригування ринкової ціни так, щоб актив певного рівня ризику забезпечував відповідний рівень доходу.

Ефективність формування цін на фінансовому ринку залежить від розгалуженої мережі взаємозв'язків, що встановлюються у процесі купівлі-продажу фінансових активів та інструментів.

Рівноважна ціна формується під дією попиту та пропозиції на фінансові інструменти: держава та бізнес виступають чистими позичальниками, а чистими кредиторами є домогосподарства.

Фінансовий ринок задовольняє потреби учасників угод – постачальників (продавців) і споживачів (покупців) фінансових ресурсів через ціновий механізм. Безумовно, що рух фінансових ресурсів від постачальників до споживачів повинен бути з найменшими трансакційними витратами і відбуватися за допомогою спеціальних учасників (фінансових посередників та допоміжних фінансових корпорацій), які надають відповідні послуги іншим учасникам та один одному (табл. 3.1)

У цілому розрізняють чотири типи ринку: 1) *вільна конкуренція*; 2) *чиста монополія*; 3) *монополістична конкуренція*; 4) *олігополістична конкуренція*.

Моделі вітчизняного фінансового ринку за всіма ознаками належать до ринку вільної конкуренції, на якому присутня велика кількість незалежних учасників. Вони виробляють однорідні або стандартизовані фінансові продукти. Крім того, зміна їх обсягів не впливає на загальну пропозицію, отже, жодна з фінансових корпорацій не може вплинути на ціну, що формується під впливом попиту та пропозиції. Поряд із цим цей ринок має ознаки олігополістичного ринку. Така модель ринку характеризується невеликою кількістю фінансових установ, кожна з яких має свій сегмент, виробляючи всі або майже всі продукти. Олігополія передбачає бар'єри для входження на ринок; виробництво однорідних фінансових продуктів; можливість узгодження ринкової політики суб'єктів, а саме у сфері ціноутворення шляхом таємної змови. В Україні олігополія стосується нетрадиційних, відносно нових видів фінансових продуктів (переважно комбінованого походження) та нових видів фінансових послуг (інтернет-трейдингу, консалтингу тощо).

Класифікація та групування цін на фінансовому ринку наведені на рис. 13.1 і табл. 13.3.

Усі ціни передусім слід класифікувати на ціни внутрішнього (національного), світового фінансового ринку та трансфертні ціни.

Внутрішні ціни формуються на єдиній методологічній основі і залежать від грошово-кредитної політики; конкуренції; податкової політики; інноваційно-інвестиційної політики; інфляційних процесів; державної регуляторної політики у сфері фінансового ринку.

Зовнішні ціни визначаються конкуренцією на міжнародному фінансовому ринку через вплив глобалізаційних, інтеграційних процесів і залежать від стану національної грошової одиниці, рівня імпортованої інфляції, обсягу зовнішньоторговельних операцій тощо. Це ціни, що обслуговують зовнішньоекономічні фінансові операції.

Важливість ***трансфертного ціноутворення*** обумовлена тим, що великі фінансові групи, транснаціональні корпорації, банки з децентралізованою структурою почали активно використовувати саме такий механізм для підвищення ефективності своєї діяльності.

Класифікація цін на фінансовому ринку за основними ознаками

За групами фінансових ресурсів: – ціни на кредитні ресурси; – ціни на інвестиційні ресурси; – ціни на грошові ресурси	*За сегментом торгівлі*: – ціни на фінансові ресурси; – ціни на фінансові деривативи; – ціни на фінансові послуги (комбінований сегмент торгівлі)
За сферою використання: – зовнішні; – внутрішні; – трансфертні	*За формою вираження:* – в абсолютному виразі (тариф); – у відносному виразі (процент, курс, комісія)

Рис. 13.1. Класифікації цін на фінансовому ринку

Отже, на фінансовому ринку діє система цін, що відрізняється від системи цін на споживчому ринку товарів і послуг характеристиками фінансових товарів (послуг), сферами торгівлі та використання, ціновими формами вираження. Крім того, на цьому ринку існує ряд ознак, за якими здійснено поглиблену класифікацію цін, що дає можливість забезпечити комплексний підхід до системи ціноутворення на окремому сегменті ринку, окремої фінансової установи тощо.

Таблиця 13.3

Групування цін на фінансові інструменти

№ з/п	Ознака	Вид ціни
1.	За економічною сутністю фінансового інструменту	– ціни, що виникають через фінансові зобов'язання; – ціни на інструмент капіталу
2.	За гарантованим рівнем дохідності	– на фінансові інструменти з фіксованим доходом; – на фінансові інструменти з невизначеним доходом; – на фінансові інструменти з низьким рівнем доходу
3.	За рівнем ризику фінансових інструментів	– на фінансові інструменти з низьким рівнем ризику; – на фінансові інструменти із середнім рівнем ризику; – на фінансові інструменти з високим рівнем ризику
4.	За формою організації торгівлі фінансовими інструментами	– біржові, що реалізуються на організованому ринку; – позабіржові, що реалізуються за спекулятивними цінами; – ціни посередників
5.	За формою реалізації	– внутрішні, імпортні ціни; – міжнародні, експортні ціни; – трансфертні ціни
6.	За призначенням щодо використання фінансових інструментів	– інвестиційні; – інноваційні; – інформаційні
7.	За терміном реалізації фінансових інструментів	– з негайною реалізацією угод; – згідно з реалізацією угод у майбутньому

13.3. Цінові механізми фінансового ринку

Механізм ціноутворення на окремих сегментах фінансового ринку має специфічні особливості, що визначаються ринковою вартістю фінансових інструментів, системою чинників, які впливають на формування конкретного рівня цін цих інструментів, методами котирування (формування) цін учасниками ринку тощо. У зв'язку з цим потрібно визначити основні особливості ціноутворення на кожному із сегментів фінансового ринку.

Особливості механізму ціноутворення на кредитному ринку полягають у тому, що він базується на специфічних початкових елементах цього ринку – попиті на кредитні ресурси та їх пропозиції. Особливість цього ринку полягає в тому, що ціною на ньому виступає ставка відсотка за кредит.

Відрізняючись за своїм рівнем, відсотки за кредит не змінюють своєї суті, будучи ціною кредитних ресурсів (пропонованих до продажу грошових активів). Проте у складі цих видів цін на кредитні ресурси пріоритетну роль відіграє облікова ставка центрального банку, динаміка якої визначає рух інших носіїв ціни на грошові ресурси, що пропоновані до продажу. Облікова ставка є регульованим державою показником; це регулювання здійснюється виходячи з макроекономічних чинників відповідно до фінансової політики держави.

Особливості механізму ціноутворення на ринку цінних паперів полягають у тому, що попит на ньому формують інвестори, а пропозицію – емітенти цінних паперів. В основі *попиту* лежить потреба в отриманні доходу на вкладений у придбання цінних паперів капітал (у формі відсотків і дивідендів, а також приросту курсової вартості). Рівень цього доходу не може бути нижчим за рівень норми прибутку на капітал при безризикових інвестиціях. Будь-які інші форми інвестиційного вибору, відповідно до концепції ефективності ринку, повинні приносити однаковий рівень доходу за однакового рівня ризику. Більш висока норма прибутковості відносно ризиковості щодо конкретного фондового інструменту формуватиме більш високий обсяг попиту на нього і навпаки.

Таким чином, ціна попиту і пропозиції на ринку цінних паперів визначається різними економічними інтересами інвесторів і емітентів, іншими специфічними чинниками, що враховують умови формування цих інтересів. Реальний процес здійснення операцій на ринку відбувається тільки тоді, коли економічні інтереси інвесторів і емітентів збігаються. При цьому певний вплив на процес ціноутворення на цьому ринку має і спекулятивний капітал.

Особливості механізму ціноутворення на валютному ринку полягають в тому, що ціною основного об'єкта продажу на ньому виступає валютний курс (за умови купівлі-продажу іноземної валюти за національну) або крос-курс (за умови купівлі-продажу однієї іноземної валюти за іншу іноземну валюту).

Валютний курс є ціною грошової одиниці будь-якої країни, вираженою в грошовій одиниці даної держави на певну дату. Він показує, скільки одиниць національної валюти потрібно для придбання однієї одиниці іноземної валюти. Валютний курс, як правило, визначений двома показниками – ціною покупки і ціною продажу валюти. Крос-курс характеризує співвідношення між двома валютами, що визначається їх курсами відносно третьої валюти. Якщо рівень валютного курсу у національній валюті певною мірою залежить від обсягу попиту і пропозиції іноземної валюти на національному валютному ринку, то на крос-курс іноземних валют вони не впливають.

Кожному сегменту фінансового ринку властиві свої особливості забезпечення взаємозв'язку окремих елементів, проте принципові основи механізму ціноутворення цих ринків мають загальний характер (рис. 13.2), а саме:

1. Ціна на фінансові продукти в системі основних елементів відіграє ключову роль. Саме ціна відображає збалансованість попиту та пропозиції на ринку, рівновагу, ступінь задоволення економічних інтересів усіх його учасників.

2. Ціни на фінансовому ринку визначаються перш за все рівнем дохідності окремих фінансових інструментів, в основі якого лежить середній рівень відсоткової ставки (або середня норма прибутковості на вкладений капітал). Її рівень слугує не тільки критерієм вибору альтернативних напрямів здійснення фінансових операцій, але і визначає обсяг цих операцій або ділову активність учасників фінансового ринку. Залежність між рівнем відсоткової ставки та рівнем цін на фінансовому ринку проілюстровано на рис. 13.3.

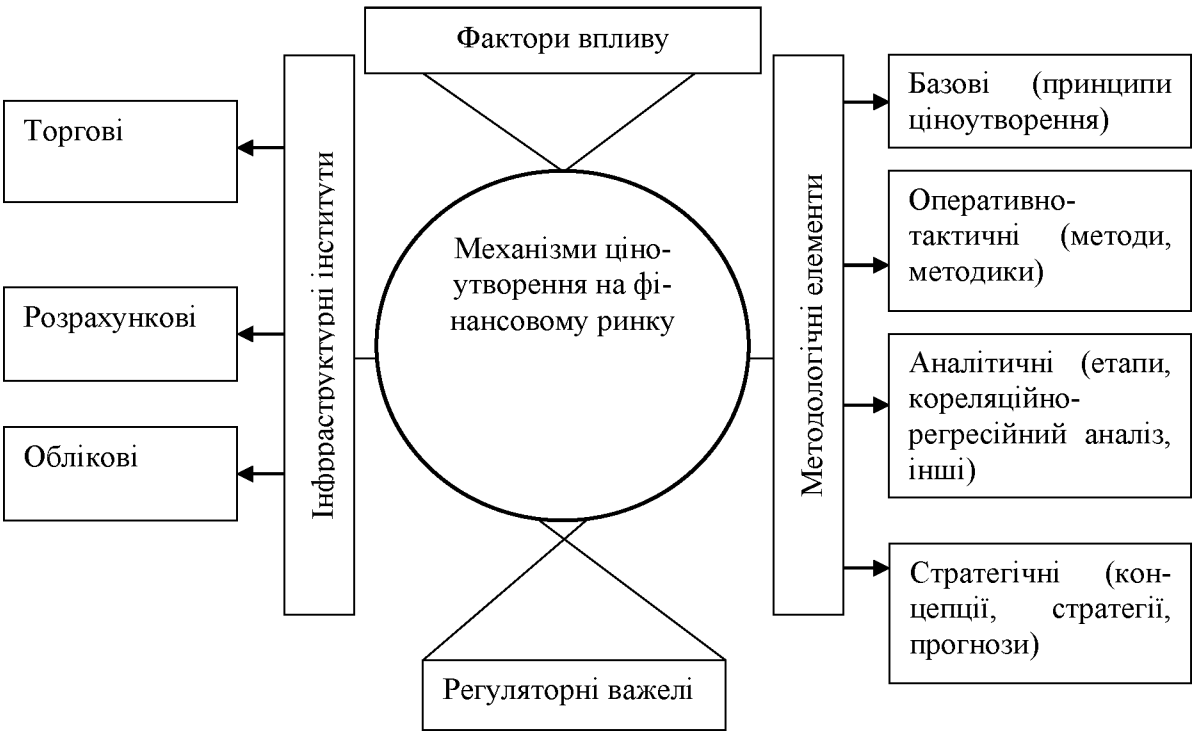


Рис. 13.2. Організаційно-економічний механізм ціноутворення на фінансовому ринку

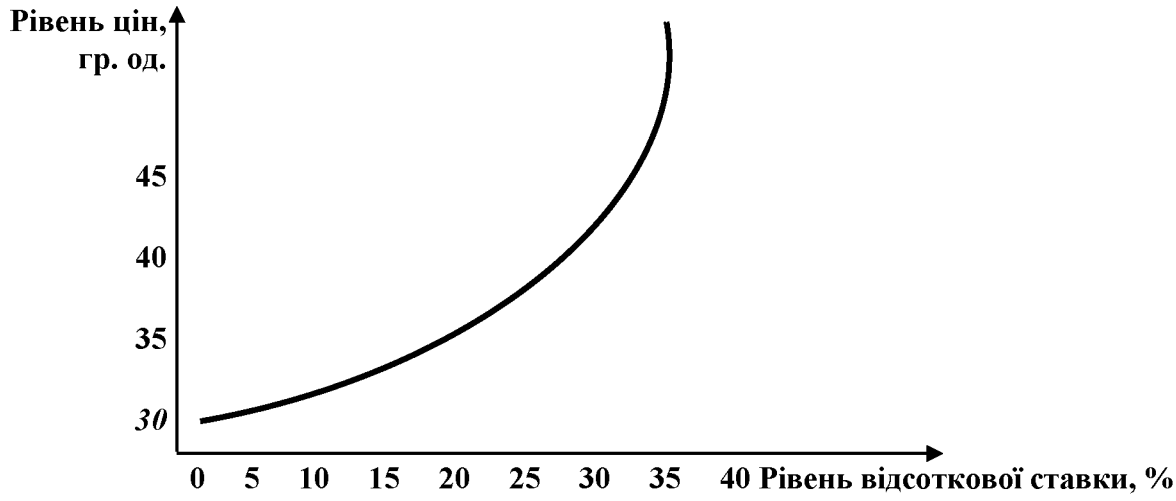


Рис. 13.3. Залежність між рівнями відсоткової ставки та цін на фінансові інструменти

3. У формуванні ціни на фінансові інструменти визначальну роль відіграє спекулятивний капітал. Це породжує, поряд із *реальним попитом* на окремі фінансові інструменти, ще і попит *спекулятивний*, який не пов'язаний з реальними потребами розвитку економіки. Високий рівень спекулятивної складової для фінансового ринку є нормальним явищем; він зростає зі збільшенням обсягу

накопичуваного капіталу корпорацій і домогосподарств. Під впливом спекулятивного капіталу рівень цін на ринку значною мірою залежить не тільки від реального попиту, але і від його очікуваних змін, на які учасники ринку намагаються впливати згідно зі своїми спекулятивними інтересами (гра на підвищення або зниження ринкових цін).

4. Ціни на фінансовому ринку досить динамічні, підпадають під вплив об'єктивних чинників макро- та мікрорівня, тому їх рівень змінюється практично щодня. Така динаміка відрізняє цей ринок від, наприклад, товарного ринку, де чинники ціноутворення мають стабільніший характер.

5. Важливу роль відіграє інформація щодо ціни на основні фінансові інструменти як у реалізації фінансової діяльності, так і в управлінні економічними процесами розвитку країни. Інформація про ціни на основних фінансових ринках надходить з регіональних, національного та світового ринку, істотно впливаючи на управління фінансово-економічними процесами на різних рівнях. Професійні учасники ринку, що проводять на ньому спекулятивні операції, за наявності сучасних електронних засобів зв'язку одержують інформацію про рівень цін у будь-який момент часу.

6. Публічне встановлення цін на основні фінансові інструменти здійснюється у процесі їх біржового котирування залежно від співвідношення попиту та пропозиції. Біржове котирування цін відбувається на основі заявок клієнтів брокерам на купівлю-продаж певних фінансових інструментів.

Заявки клієнтів на купівлю фінансових інструментів формують обсяг попиту на них на біржі за певними рівнями цін (цінами попиту). Відповідно, заявки на продаж формують обсяг пропозиції (ціни пропозиції). На основі заявок клієнтів на біржі формується рівень цін, що забезпечує рівновагу заявленого попиту і пропозиції.

7. Висока залежність рівня цін національного ринку від світового. З інтегрованістю у світовий фінансовий ринок ця залежність посилюватиметься, формуючи як позитивні, так і негативні наслідки в економічному розвитку країни.

8. Високий ступінь впливу динаміки цін фінансових інструментів на економічні процеси в країні, що визначає активні форми

державного регулювання цих цін. Такими механізмами є встановлення рівня облікової ставки, нормування резервів комерційних банків, регулювання грошового обороту шляхом емісії грошей, регулювання обсягу емісії та дохідності державних цінних паперів тощо.

9. Об'єктивність формування цін на основні фінансові інструменти, що в процесі ціноутворення визначає не лише потребу в обліку всіх необхідних чинників, що впливають на їх рівень, але і інформованість учасників про основні з них. Як зазначалось вище, ефективним вважається фінансовий ринок, на якому рівень цін на окремі фінансові інструменти швидко реагує на зовнішню інформацію за повного доступу до неї всіх учасників цього ринку.

Відповідно до *концепції ефективності ринку* виділяють такі три її рівні:

Перший рівень – слабка; ціноутворення на основні фінансові інструменти базується на їх динаміці у попередні періоди.

Другий – середня (напівсильна); ціноутворення на основні фінансові інструменти (крім інформації про їх динаміку в попередньому періоді) відображає й іншу загальнодоступну інформацію.

Третій рівень – сильна; процес ціноутворення базується не лише на загальнодоступній, але і неоприлюдненій інформації, результатах фундаментального аналізу. У цьому випадку рівень цін на окремі фінансові інструменти завжди відображатиме рівень їх дохідності, що адекватний ризиковості.

13.4. Система показників кон'юнктури фінансового ринку

Важливим для аналізу фінансового ринку є аналіз стану його кон'юнктурних показників, які необхідно розглядати у взаємозв'язку з формуванням попиту та пропозиції на фінансові інструменти, послуги і цін на них. **Кон'юнктура фінансового ринку** – це динамічна ситуація на ринку, що характеризує основні

тенденції зміни попиту та пропозиції на фінансові активи та інструменти. Її коливання характеризують безперервно змінювані у часі рівні відповідних показників. Кон'юнктурні коливання пов'язані деякою мірою з існуванням циклів економічної активності різної амплітуди та тривалості. Причини виникнення більшості таких коливань необхідно шукати в кредитній специфіці сучасних товарно-грошових відносин: коли продаж одного товару не супроводжується в цей момент купівлею іншого. Таким чином, гроші породжують ризик збуту продукції на макрорівні, що негативно впливає на обсяги виробництва. Але інфляційне зростання цін сприймається як сигнал до нарощування товарного виробництва, незважаючи на те, що реальний попит залишився на попередньому рівні.

Дослідження кон'юнктури фінансового ринку має включати аналіз: 1) тенденцій; 2) коливань його змінних параметрів; 3) дослідження взаємообумовленості кон'юнктурних коливань на ринку та динаміки розвитку реального сектору; 4) моделювання окремих ситуацій з метою регулювання ринку та прогнозування тенденцій його розвитку на перспективу. Воно необхідне для:

– комплексної оцінки стану фінансового ринку у взаємозв'язку з іншими ринками;

– дослідження співвідношення попиту та пропозиції на фінансовому ринку й окремих його сегментах;

– визначення основних чинників, що спричиняють негативні тенденції на споживчому ринку;

– попередження негативних явищ в короткостроковому та середньостроковому періодах, зокрема кризових ситуацій;

– прогнозування тенденцій розвитку фінансових ринків на перспективу.

Система показників кон'юнктури фінансового ринку повинна враховувати всі особливості ринку, який вона характеризує (табл. 13.4). Вона включає в себе не тільки специфічні показники кон'юнктури, але і ряд показників статистики, які корелюють з характеристиками маркетингового дослідження.

У різні періоди одне і те саме економічне явище характеризуватиметься різними значеннями сукупних ознак, тобто кон'юнктура

буде змінюватися. Тут можуть мати місце відхилення від попередніх показників, або так звані кон'юнктурні коливання. З точки зору математики, ***коливання*** – це рух, для якого характерним є повторюваність у часі, відхилення характеристик об'єкта від деяких середніх величин. Коливання притаманні майже всім економічним процесам і змінним, вони є основним елементом економічної кон'юнктури. Спроможність скласти той чи інший прогноз динаміки економічного фактора може упередити негативні явища та отримати вигоду на перспективу.

Таблиця 13.4

Система показників кон'юнктури ринку цінних паперів

Складова системи	Деталізація
Пропозиція фінансових інструментів	Загальний обсяг пропозиції, розподіл за інструментами, емітентами, посередниками, регіонами, еластичність пропозиції
Попит на фінансові інструменти	Загальний обсяг попиту, попит за сегментами ринку (біржовий та позабіржовий), попит за інструментами, місткість ринку
Пропорційність ринку	Співвідношення корпоративних і державних цінних паперів, співвідношення інструментів капіталу та боргових інструментів
Тенденції розвитку ринку	Темпи зростання загальні, темпи зростання за секторами, темпи зростання цін, прибутковості
Стійкість ринку	Параметри циклічності та волатильності
Рівень ризику	Інвестиційні ризики, валютні ризики, ризики випадкових валютних коливань
Масштаби ринку та його структура	Рівень конкуренції, рівень консолідації, характеристики учасників ринку

Динаміка кон'юнктури фінансового ринку характеризується постійними коливаннями окремих її елементів, які класифікують за такими ознаками: масштаб коливань; стадії кон'юнктурного циклу; період коливань. Тож коливання кон'юнктури фінансового ринку слід розглядати: по-перше, за окремими елементами, видами та фінансовими інструментами; по-друге, за факторами мікро- та макросередовища; по-третє, у взаємозв'язку з економічними процесами.

З метою визначення основних характеристик кон'юнктурних коливань розглянемо стадії економічного циклу:

1. ***Підйом кон'юнктури***, який пов'язаний з пожвавленням економічних процесів, що супроводжуються зростанням попиту на окремі фінансові інструменти, підвищенням рівня цін на них, зростанням конкуренції серед фінансових посередників тощо. Ця фаза позитивно впливає на кон'юнктуру ринку, на ньому починається пожвавлення, яке проявляється не тільки у зростанні цін, але у збільшенні кількості угод.

2. ***Кон'юнктурний бум***, який характеризується, як правило, різким зростанням попиту на основні фінансові інструменти. На ринку відбувається стрімке піднесення, однак бум триває менший проміжок часу внаслідок психологічного чинника – кількість угод скорочується, оскільки власники фінансових інструментів, які утримують їх із спекулятивною метою, не поспішають їх продавати, очікуючи зростання цін. Поступово ринок входить у фазу послаблення піку кон'юнктури.

3. ***Послаблення кон'юнктури***, що може бути пов'язане зі зниженням інвестиційної активності, відносно високою пропозицією різних фінансових інструментів при зниженні попиту на них. Така ситуація може супроводжуватися спочатку несуттєвою стабілізацією цін на фінансові інструменти з подальшим їхнім зниженням.

4. ***Кон'юнктурний спад***. Це найбільш невдалий період для фінансового ринку з позицій інвестиційної активності, обсягів продажу фінансових інструментів і рівня їх дохідності (крім боргових цінних паперів), який супроводжується зниженням цін на об'єкти інвестування.

Аналіз динаміки кон'юнктури (кон'юнктурних коливань) на фінансовому ринку дасть змогу: 1) виявляти непередбачувані фактори, які провокують зміни на ринку у короткостроковому періоді; 2) виявляти спекулятивну позицію окремих учасників ринку, пов'язану із завищенням чи заниженням курсової вартості окремих фінансових інструментів; 3) попереджати негативні явища на національному ринку, пов'язані зі змінами кон'юнктури на світовому ринку; 4) визначати вплив сезонних та інших чинників; 5) виявляти зміни стадій кон'юнктурного циклу окремих фінансових інструментів.

На фінансовому ринку характер усіх форм коливань кон'юнктури відображають різні індикатори. ***Загальними індикаторами стану фінансових ринків*** є:

– фондові індекси;

– поточна дохідність державних цінних паперів;

– дохідність банківських депозитів;

– рівень відсоткових ставок за кредитами;

– валютні курси тощо.

Стан кон'юнктури грошово-кредитного ринку як важливого сегмента фінансового ринку ілюструє система показників (табл. 13.5).

Таблиця 13.5

Індикатори кон'юнктури грошово-кредитного ринку

Індикатор	Деталізація
Загальна грошова маса	Структура грошової маси за агрегатами *M0, M1, M22, M3*
Кредити, надані банками країни	Складається з кредитів, які видані НБУ Міністерству фінансів та кредитів банків органам загального державного управління, підприємствам, організаціям і населенню
Ставка рефінансування	Ставка, за якою центральний банк фінансує банки
Грошова база	Сума коштів, яка складається з готівки на руках у населення і обов'язкових резервів банків (готівка в касах банків та коштів банків на рахунках в НБУ)
Коефіцієнт готівки	Частка готівки в депозитних грошах
Рівень доларизації грошового обігу	Частка валютної частини грошової маси в її загальній величині. Рівень доларизації безпосередньо відбиває рівень недовіри до національної валюти і має тенденцію до збільшення при зростанні національної валюти і має тенденцію до збільшення при зростанні інфляції
Швидкість грошового обігу	Кількість обертів, що роблять гроші за один рік, щоб забезпечити певний рівень економічної активності, який приблизно визначається номінальним ВВП
Рівень монетизації	Співвідношення між грошовою масою в обігу і рівнем виробництва у поточних цінах
Депозитний мультиплікатор	Відношення між приростом грошової пропозиції і початковим приростом депозитних грошей
Грошовий мультиплікатор	Показує, на скільки грошових одиниць змінюється грошова пропозиція за зміни грошової бази на одну грошову одиницю, коли вилучення грошей у формі готівки відсутні, то грошовий мультиплікатор дорівнює депозитному

Стан кон'юнктури ринку цінних паперів визначається на основі фондових індексів, визначення яких ґрунтується на загальновизнаній моделі (рис. 13.4). Відповідно до цієї методики на першому етапі обирається певний сегмент ринку, в ролі якого зазвичай використовуються або окремо взяті торговельні майданчики, або сукупність цінних паперів, що обертаються у будь-якому регіоні, країні.

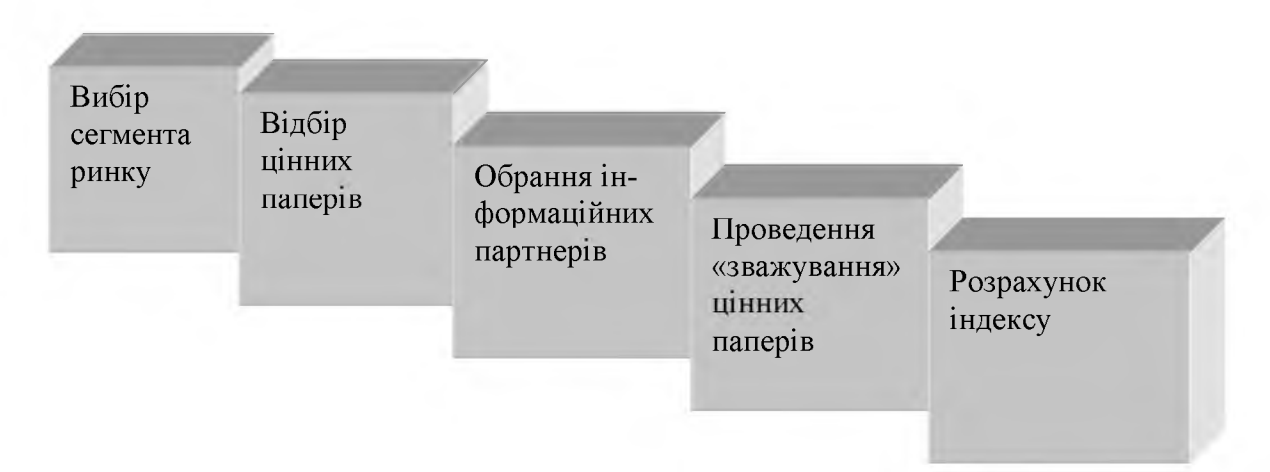


Рис. 13.4. Методика побудови моделі розрахунку індексів у світовій практиці

На наступному етапі проводиться відбір цінних паперів для включення до лістингу індексу. Мета, яку ставить перед собою компанія-власник індексу, – відібрати найбільш значущі для цього ринку цінні папери. При цьому обов'язково враховується їхня ліквідність. Індекси біржових майданчиків або торгових систем включають усі цінні папери, які обертаються на цьому майданчику. Далі обираються інформаційні партнери, які поставляють необхідні для розрахунку індексу параметри (зазвичай торговельні майданчики). І в кінцевому підсумку проводиться «зважування» цінних паперів для визначення впливу на індекс. Як методику «зважування», застосовують принцип пропорційності ринкової капіталізації. Безпосередній розрахунок індексу проводиться переважно за двома методиками, зокрема прямого та індексного розрахунку.

У цілому для аналізу фінансового ринку використовується система дослідження кон'юнктури ринку, що складається з трьох етапів (рис. 13.5).

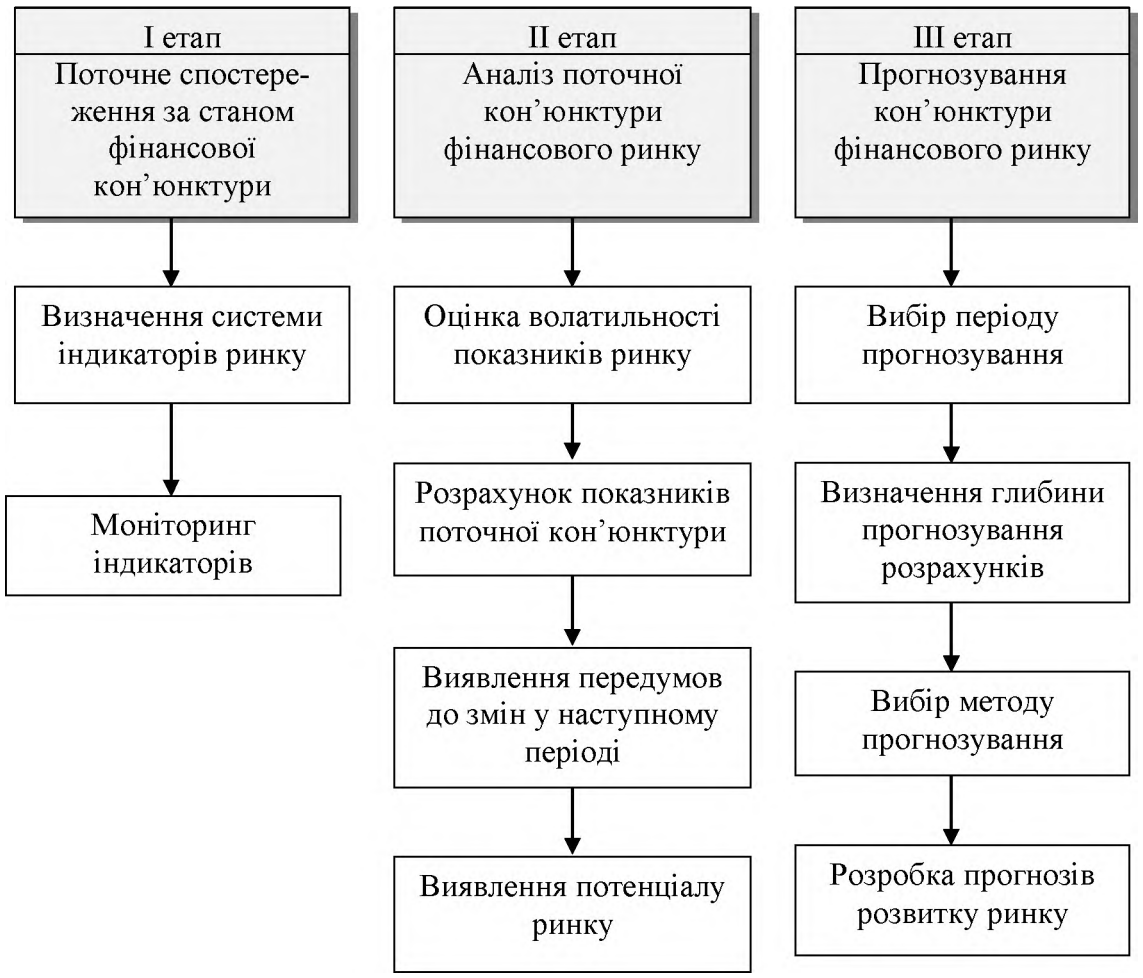


Рис. 13.5. Етапи дослідження кон'юнктури на сегментах фінансового ринку

Перший етап передбачає *спостереження за поточним станом розвитку фінансового ринку*. На цьому етапі аналізуються основні показники (кількість укладених угод, структура, учасники, основні індекси тощо), тобто відбувається збір фактичної інформації. Основними вимогами до інформації на цьому етапі є суттєвість (що впливає на рішення інвесторів), достовірність та порівнянність.

Аналіз поточної кон'юнктури фінансового ринку, оцінка потенціалу його розвитку полягає у виявленні особливостей функціонування конкретних сегментів цього ринку і тих змін, які на них відбуваються відносно попереднього періоду та у взаємозв'язку із загальною динамікою розвитку. Для цього на основі попереднього спостереження необхідно провести розрахунки системи аналітичних показників, які характеризують поточну кон'юнктуру фінансового ринку.

Результатом реалізації *потенціалу фінансового ринку* є задоволення купівельного попиту, залучення інвестицій і великої кількості послуг у сферу обігу та подальший їх перехід у сферу споживання (у фінансовій сфері ці два процеси не завжди розділені в часі, тоді як у сфері товарного обігу їх, як правило, розділяє значний відрізок часу).

Прогнозування кон'юнктури фінансового ринку проводиться з метою вибору основної стратегії діяльності на ринку з урахуванням економічної кон'юнктури. Непрогнозованість економічної і фінансової кон'юнктури в короткостроковому, середньостроковому та довгостроковому періодах веде до непередбачуваних наслідків в економіці. Ефективна система прогнозування розвитку фінансового ринку дає можливість зменшити інвестиційні ризики, що в цілому позитивно позначається на розвитку економіки.

Методологічні підходи до аналізу кон'юнктури фінансового ринку визначають коло методів, які мають бути застосовані при визначенні стратегічних орієнтирів та розробці механізмів їх досягнення. Серед методів основними мають бути теоретичний опис, описова статистика, економетрика, фундаментальний і технічний аналіз. Застосування кожного із зазначених методів дає змогу врахувати вплив цінових механізмів на збалансованість ринку. Так, *теоретичний опис* дозволяє систематизувати наявну теоретичну інформацію, вибудувати логічні ланцюги та виявити пропущені ланки, які і є джерелом ризику розбалансування розвитку фінансового ринку. *Описова статистика* є невід'ємною складовою методів оцінки збалансування розвитку ринку, оскільки дозволяє сформувати необхідну статистичну базу, виявити тренди у змінах обсягів торгівлі та коливаннях цін, моніторити ризикові коливання тощо. Описова статистика є однією з фундаментальних складових удосконалення цінових механізмів ринку, а у комплексі з *економетричними методами* дає можливість оцінювати взаємозв'язки між зміною кон'юнктури та коливаннями цін.

13.5. Аналіз ціноутворення на фінансовому ринку. Технічний аналіз

Аналіз ціноутворення на фінансовому ринку ґрунтується на припущенні, що у ринкових цінах акумульовані всі ті дані, які згодом публікуються у звітах компаній та є об'єктом ***фундаментального аналізу***. Натомість головним об'єктом спостереження (дослідження) стає зміна руху цін на ринку, попиту та пропозиції на певні фінансові інструменти без урахування ролі фундаментальних чинників (економічного, політичного й технологічного характеру). З цією метою будують спеціальні моделі руху ринкових цін і виявляють загальні тенденції ринку. На підставі результатів таких досліджень приймаються рішення щодо купівлі та продажу фінансових інструментів.

На фінансовому ринку динаміка цін на ліквідних ринках чітко підпорядкована загальним закономірностям. Основними об'єктами аналізу є попит і пропозиція фінансових інструментів, обсяги торгів, а також динаміка ринкових цін. Ціна на ринку швидко реагує на чутки, раціональні й ірраціональні уявлення покупців і продавців. Вони спираються як на технічну, так і на фундаментальну оцінку фінансового активу, оскільки ринкова ціна відображає потребу покупця у фінансовому інструменті певної якості.

Отже, учасники фінансового ринку на практиці найчастіше використовують інструментарій комплексного, тобто технічного й фундаментального характеру. Перевагами ***технічного аналізу*** є простота, легкість і швидкість здійснення, придатність для дослідження більшої кількості фінансових активів різних емітентів, ніж за фундаментального аналізу. Він надає можливість користуватись доступною інформацією, що стосується переважно ринкових цін або цін і обсягів торгівлі. При цьому технічний аналіз не дає змоги передбачити ціни на далеку перспективу. Тож довгострокове прогнозування зумовлює необхідність додаткового залучення елементів фундаментального аналізу.

Поява спеціальних ***комп'ютерних програм*** суттєво полегшила процес технічного аналізу фінансового ринку. Активно розвивається індустрія програм для розв'язання прикладних задач,

зокрема *The AI Trilogy* (компанія *World System Group*) – унікальний «конструктор», який дає змогу створювати аналітичні комплекси будь-якого рівня складності. До програми входить 16 типів нейронних сіток у пакеті *NeuroShell*, розширена бібліотека *NeuroWindows* та витончена реалізація генетичних алгоритмів – програм *GeneHanter*. Цей пакет встановлено у 150-ти найбільших банках США. Другою програмою є *I Thinк* (компанія *High Perfomanse System*) – засіб побудови моделей найскладніших ситуацій і процесів (політичних, економічних, фінансових тощо). З її допомогою моделюють президентські вибори та надзвичайні ситуації у регіонах, інвестиційні потоки та реакцію ринку на нові податки, розв'язують безліч інших завдань; вона незамінна у процесі планування структурних змін у фінансових і нефінансових корпораціях як візуальний інструмент реінжинірингу.

Загальноприйнятим є розподіл усіх методів технічного аналізу на дві групи, зокрема методи, що призначені для аналізу ринків 1) із чітко визначеною тенденцією та 2) неактивного (млявого) ринку. Аналітику необхідно ідентифікувати тренди ринку з використанням відповідних методів технічного аналізу.

До них відносять традиційний графічний аналіз («фігури на графіках цін») і прикладні статистичні методи.

Графічний технічний аналіз – це побудова та тлумачення різноманітних ринкових графічних моделей, що характеризуються певними закономірностями руху цін, з метою прогнозу ймовірності продовження чи зміни виявленого тренду. Розрізняють два види графічних моделей: ***моделі перелому тенденції*** – структури, які формуються на цінових графіках і за виконання певних умов свідчать про зміну наявного тренду (моделі «голова – плечі», «подвійний пік», «подвійне підґрунтя», «потрійний пік», «потрійне підґрунтя») та ***моделі продовження тенденції***, які утворюються на графіках, а при виконанні певних умов дають підстави стверджувати про ймовірність продовження наявної тенденції (моделі «трикутники», «смарагди», «прапори», «вимпели» тощо).

До основних видів графіків можна віднести стовпчикову діаграму, лінійний графік ціни закриття, точкову діаграму та «японський свічник».

Розглянемо принципи побудови *лінійного графіка (простої лінійної діаграми)* і *гістограми (стовпчикової діаграми)*. Спільним для всіх цінових графіків є те, що цінові зміни відображаються по вертикалі, а часові – по горизонталі. Обсяги торгів указують у нижній частині графіка вертикальними рисками під відповідними ціновими показниками. Вибір інтервалів для побудови діаграми вільний. При побудові ***лінійного графіка ціни закриття*** (рис. 13.6) аналітик оперує двома видами інформації – *ціною останньої угоди (ціна закриття)* й *обсягами торгів*. Хоча ціна закриття не завжди точно відтворює ринкову ситуацію, цей графік є придатним для ринків, що розвиваються, де ринкова ціна у межах торгової сесії змінюється мало. Прості лінійні діаграми можна побудувати і на підставі цін «за курсом дня» (ЗКД).

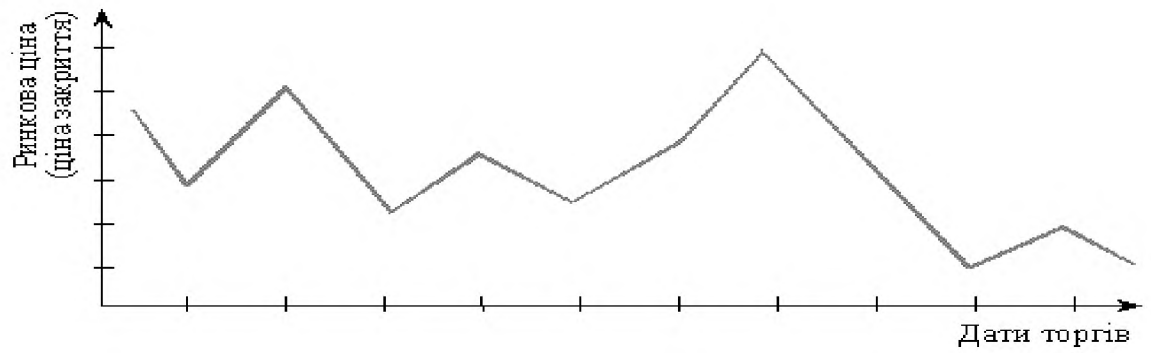


Рис. 13.6. Лінійний графік ціни закриття

Такі методи графічного аналізу, як ***лінія підтримки*** та ***лінія опору*** проілюстровано на рис. 13.7. Лінія опору визначає межу, за яку ціна фінансового інструменту не має піднятися. Ціна за певний час кілька разів піднімалася до рівня опору і опускалася вниз (рис. 13.7). У графічному аналізі прийнято вважати: якщо ринкова ціна фінансового інструменту перетинає лінію опору, це слугує сигналом для його купівлі. У такому разі очікується подальше зростання ціни, адже вона перетнула певний психологічний бар'єр інвесторів.

Існування *рівня опору* можна обґрунтувати так: припустимо, що за попередній проміжок часу ціна фінансового інструменту кілька разів піднімалася до певного рівня (лінії опору), але знову опускалася вниз. Інвестори спостерігали й запам'ятали таку ціно-

ву динаміку, тож коли ринкова ціна знову наближатиметься до цього рівня, суб'єкти ринку, які придбали фінансові інструменти за нижчою ціною, почнуть продавати їх через побоювання подальшого зниження.

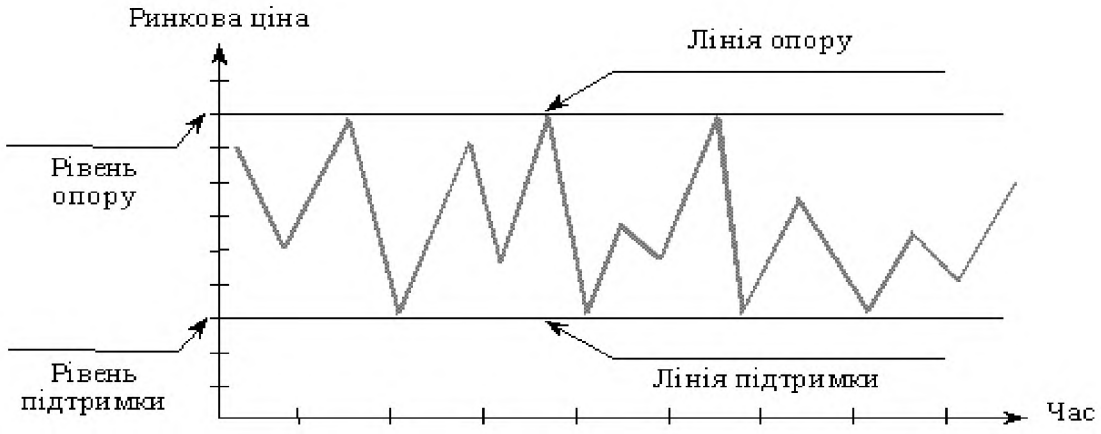


Рис. 13.7. Лінії підтримки та опору цінового графіка

У свою чергу, інвестори, які бажають придбати фінансові інструменти, не квапитимуться з придбанням, бо вони, з огляду на попередні спостереження, припускають зниження ціни. Тож у такій ситуації має бути більше продавців і менше покупців, що й визначає рівень опору. Якщо на ринку запанує досить сприятлива інформація щодо перспектив фінансових інструментів, це порушить перебіг подій і попит перевищить пропозицію. Інвестори «поженуться» за ними, й рівень опору буде подолано.

Лінія підтримки характеризує межу, нижче якої ціна не має опуститися. Якщо ринкова ціна падає нижче цього рівня, вважається, що вона падатиме надалі, бо подолано психологічний бар'єр оцінювання ситуації інвесторами. Це сигнал до продажу фінансових інструментів.

Існування *рівня підтримки* можна обґрунтувати так: припустимо, що за минулий відрізок часу ціна неодноразово опускалася до певного рівня (підтримки) і знову піднімалася. Інвестори спостерігали й запам'ятали таку цінову динаміку. Тому коли ціна знову опускається до цього рівня, інвестори починають купувати фінансові інструменти, оскільки, на їхню думку, великою є ймовірність того, що ціна не опуститься нижче. За такої ситуації на

ринку буде більше покупців, ніж продавців, що й утримає ціну від подальшого падіння.

Аналіз тенденційних графіків уможливлює побудову ліній тренду ринку. ***Тренди*** – це графічно виявлені тенденції, які відображують переважне спрямування ринкових цін. Відповідно до можливих «маршрутів» тренди можуть бути зростаючими, знижувальними або бічними. *Зростаючий тренд* характеризує поступове підвищення цін, відповідно *знижувальний* – зниження цін. *Бічний,* або *горизонтальний, тренд* описує горизонтальний рух цін.

Тренд визначають шляхом побудови лінії тренду, яка з'єднує дві або декілька верхніх або нижніх точок графіка. Зростаючий тренд з'єднує нижні точки графіка таким чином, що графік опиняється над лінією тренду. Водночас знижувальний тренд з'єднує точки графіка таким чином, що сам графік опиняється під лінією тренду (рис. 13.8.)

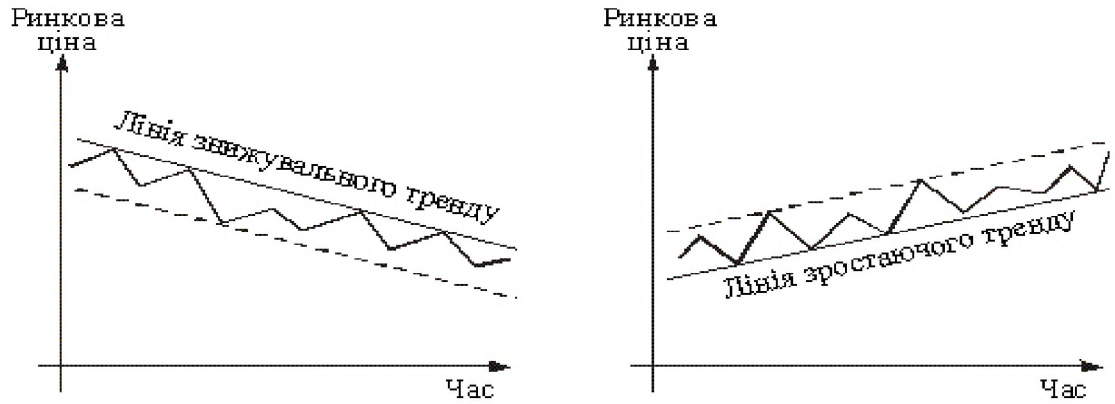


Рис. 13.8. Побудова лінії тренду

Зростаючий тренд є свідченням переваги на ринку попиту над пропозицією, знижувальний – пропозиції над попитом. Наближення графіка до лінії тренду сигналізує про настання сприятливого моменту для продажу (за знижувального тренду) або купівлі (за зростаючого тренду). За зміни трендів часто виникають повторювані ситуації. Моделі, що описують стандартні зміни у тренді, є *графічними зворотними моделями*. Структуру називають *інверсійною*, якщо вона демонструє зміну цін у зворотному напрямі, наприклад «подвійний пік» (рис. 13.9) або «подвійне підґрунтя» (рис. 13.10).

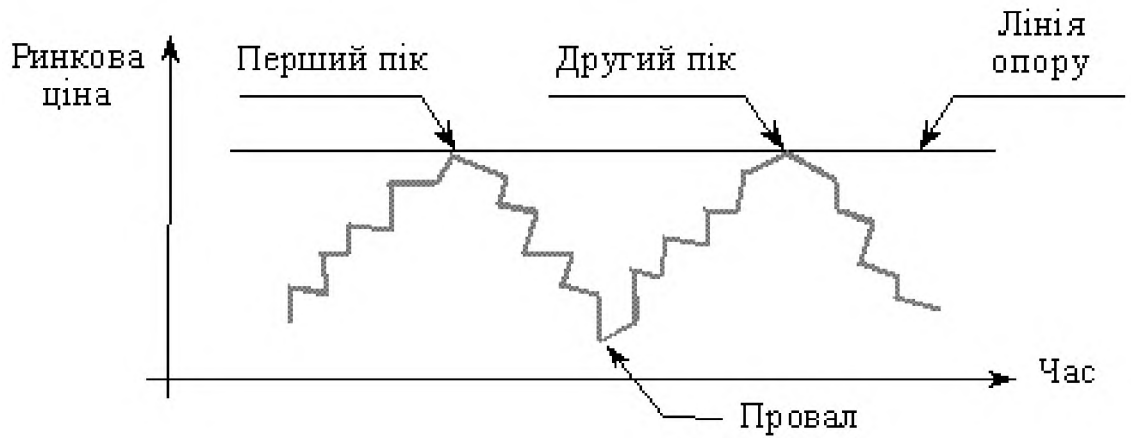


Рис. 13.9. Інверсійна структура «подвійний пік»

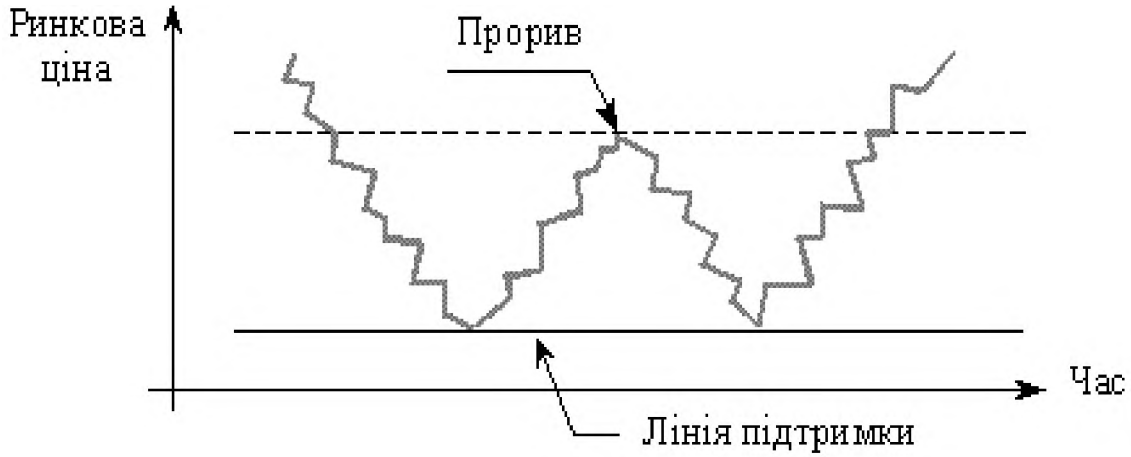


Рис. 13.10. Інверсійна структура «подвійне підгрунтя»

На практиці визначити перспективу ринку на основі інверсійних форм доволі важко. Стан ринку, що характеризується недостатньою кількістю угод, має назву *розривів*. Вони можуть траплятися і за зростаючого, і за знижувального трендів.

Під час побудови ***стовпчикових діаграм (гістограм)*** на горизонтальній осі графіка відкладають відрізки часу, а на вертикальній – ціну. Ціна визначається вертикальною лінією, яка на графіку відповідає певному періоду (день, тиждень, місяць тощо). Довжина лінії показує амплітуду коливань ціни (від найвищої до найнижчої) за певний період. Нерідко на графіку роблять позначки *тіків* (разових коливань ціни), що вказують ціни відкриття й закриття ринку. На таких графіках вказують також додаткову інформацію, наприклад обсяг торгів за різні періоди.

Практикам відомо багато варіантів побудови стовпчикових діаграм. Наприклад, замість амплітуди цін позначають ціни відкриття та закриття. Якщо дослідникові зрозумілі загальні принципи побудови цінових графіків, переваги графічного підходу для проведення кваліфікованого аналізу досить переконливі, оскільки тлумачення багатьох графіків не потребує особливих знань. Аналітик, маючи достатній обсяг статистичної інформації й досвід, зосереджується на специфіці «фігур».

Противники ж графічного підходу переконані, що графік дає відповідь на питання про минулий стан ринку, але здебільшого не вказує на майбутній напрям руху його кон'юнктури. Позитивні результати, на їхню думку, пояснюються не «фігурами» графіків, а інтуїцією фахівця та його здатністю правильно тлумачити і передбачати динаміку цін ринку в короткотерміновій перспективі. Проте на підставі технічних досліджень розроблені конкретні рекомендації інвесторам стосовно змін ринкової ситуації.

За спостереженнями фахівців, темпи зростання курсів на «бичачому» ринку зазвичай значно перевищують темпи їхнього зниження на «ведмежому». На фінансовому ринку майже невідомі такі емітенти, ринкова ціна, наприклад, акцій яких знижується вдвічі, проте зростання ціни вдвічі й утричі спостерігається на «бичачому» ринку доволі часто. Вважається, що акції, падіння курсу яких перевищило середньоринкове значення у попередньому циклі «ведмежого» ринку, найбільш здатні до значного зростання у циклі наступного «бичачого» ринку. Тому на початку «бичачого» тренду пропонують купувати акції, курс яких особливо знизився відносно індексного рівня «ведмежого» циклу.

Курс акцій фірм-емітентів із невеликими обсягами капіталізації зростає на «бичачому» ринку щодо відсотків вище, ніж усереднений курс за індексом (всієї ринкової капіталізації) і значно випереджає зростання курсу акцій емітентів з великими обсягами ринкової капіталізації. Відтак, на початку «бичачого» тренду доцільно придбавати акції емітентів з невеликими обсягами ринкової капіталізації. Якщо значення найменшого рівня ринкової ціни спадної тенденції перевищуватиме рівень попереднього найменшого значення за умови зниження обсягів продажу, це буде

«бичачим» сигналом і призведе до перелому тенденції на висхідну. А прискорене зростання цін за зниження обсягів торгівлі на ринку часто зумовлює перелом цінової тенденції. Довготривале повільне зростання ринкової ціни за умови сталого високого обсягу торгівлі є «ведмежим» сигналом (до падіння ціни).

Серед обчислювальних методів технічного аналізу цінової динаміки, найпоширеніших на світових фінансових ринках, можна вирізнити ***метод плинних середніх значень***. Найпростіший спосіб дослідити будь-який ціновий графік – це накласти на емпіричний графік цін плинне середнє значення або навіть два таких значення різних періодів. Значення плинної середньої обчислюють на підставі визначення середніх значень ціни закриття або «за курсом дня» за певний відрізок часу. Плинна середня, подібно до будь-якої середньої, – це частка від ділення деякої суми на кількість доданків.

Наприклад, середнє плинне значення цін закриття за 5 днів становить суму цін закриття за останні 5 днів, поділену на 5. Під час обчислення плинної середньої періодично (наприклад, щоденно або щотижня) до динамічного ряду додають новий доданок (нове значення ціни) і одночасно вилучають із цього ряду найстаріший доданок (щоб сума доданків дорівнювала 5). Плинну середню можна обчислити за будь-який період часу. Зазвичай технічні фахівці віддають перевагу визначенню плинної середньої за 3, 5, 7 або 10 днів. Зіставлення графіка плинної середньої з вихідним емпіричним графіком фактичних щоденних цін закриття (за курсом дня) або з графіком плинної середньої за менший проміжок часу демонструє, що в плинній середній за триваліший період більше згладжуються випадкові коливання («артефакти»), ніж за коротший період і вона краще відображає ринкові тенденції руху цін.

Плинна середня за тривалий період дає аналітику більше можливостей виявити зміну тенденції. Покладаючись на такий аналіз, багато інвесторів ринку купують, коли лінія плинної середньої за короткий період або лінія поточних цін сягне вище рівня плинної середньої за тривалий період, і позбавляються фінансових інструментів, коли лінія фактичних цін або «короткої» плинної

середньої стає нижчою за лінію плинної середньої за триваліший відрізок часу. Чим більший період, за який визначають плинну середню, тим більш плавною буде лінія на графіку, тим більшим є відставання (лаг) і тим рідше вона перетинає емпіричні лінії цін і «коротших» середніх. Щоб використати плинну середню як показник тенденції і відповідно прийняти рішення, слід з'ясувати часовий проміжок, за який треба розрахувати середню, і визначити потрібний момент для ефективного виходу на ринок з інвестиційним рішенням. Якщо обчислювати плинну середню за короткі проміжки часу, графік чутливо реагуватиме на зміни цін. Спираючись на такий графік, треба виходити на ринок одразу після виявлення тенденції зростання цін і негайно залишати ринок після перелому тенденції. Якщо тенденція руху цін вирізняється малою тривалістю, «вихід» на ринок і «відхід» з нього стають настільки частими, що прибуток може виявитися меншим за операційні витрати. Намагання позбавитися небажаних витрат шляхом визначення плинної середньої за триваліший період можуть знизити ефект через швидку зміну тенденцій. Зазначений метод аналізу належить до аналітичних інструментів прямування за тенденцією, метою якого є визначення моменту завершення минулої й початок нової тенденції.

Сутність методу – завжди прямувати за динамікою ринку, не випереджаючи її. Прихильники плинної середньої досліджують різні за тривалістю періоди часу, приділяючи особливу увагу перетину ліній. Різновидом методу є побудова «каналу», що становить дві паралельні прямі, які є межами нормального діапазону коливань ціни у межах загальної тенденції. Однак значення ціни на графіку може виходити за межі «каналу», а за деякий час повернутися до нього. Технічні аналітики намагаються усунути цей недолік «каналів», запроваджуючи додаткові прийоми для визначення справжніх «вузлів перелому» тенденції. Дехто з них обчислює плинні середні за щоденними цінами закриття та максимальними й мінімальними значеннями цін за день, позначаючи їх на графіку у вигляді діапазону. Межі діапазону виникають також зі значень, які відповідають фіксованим верхнім і нижнім відхиленням у відсотках від цін закриття. Щоб коливання цін були визнані

важливими, лінія плинної середньої щоденних значень цін або іншої плинної середньої має перетинати весь діапазон.

Поширеною помилкою в разі застосування цього методу є думка стосовно доцільності прогнозування на його підставі цінової динаміки. Утім на практиці він надає лише підтвердження діючої тенденції, але не може передбачити її. Прихильники методу прямування за трендом намагаються надати йому кількісного виразу. Вони вдаються до спроб обґрунтувати тривалість періоду, за який розраховуватиметься плинна середня. Надійність методу перевіряється шляхом аналізу попередньої динаміки ринку. Якщо на ринку діє виявлена довготривала висхідна тенденція, інвестор ймовірно зможе отримувати дохід упродовж доволі тривалого періоду і, напевно, не зазнає втрат до того моменту, коли графік вкаже йому на необхідність залишити ринок. У разі поєднання аналітиком достатнього інтуїтивного передбачення стану ринку із застосуванням плинних середніх з оптимальними періодами розрахунку можливо передбачити ймовірність цінової динаміки в майбутньому.

Позитивним аспектом цього методу є й те, що на його підґрунті створено чимало методик технічного аналізу, які допомагають швидко й правильно виявляти поточні ринкові тенденції. Метод плинної середньої досить поширений у технічному аналізі, хоча й має ряд суттєвих недоліків. По-перше, за його допомогою неможливо науково обґрунтувати вибір необхідної кількості членів динамічного ряду для розрахунків та обчислюваного розрахункового часового інтервалу m (днів, місяців тощо). По-друге, кінці розрахункового ряду динаміки не мають визначення плинних середніх величин, тож отримуваний теоретичний ряд коротший за вихідний емпіричний. Ряд середніх плинних коротший за емпіричний на $(m - 1)$ значень, що потребує уважного ставлення до вибору інтервалу (m). Якщо емпіричному ряду притаманна певна періодичність коливань, то інтервал згладжування має бути рівним або кратним періоду коливань.

Спеціальний розділ графічного аналізу становить побудова графіків імпульсних коливань, найпоширеніших під час проведення торгових операцій, за ***методом «моментів»*** («момент» –

це різниця двох цін). Засадова формула для обчислення «моменту» виглядає так:

$$M_x = P_x - P_{x\text{-}n}, \tag{13.1}$$

де M_x – «момент» на день x; P_x – ринкова ціна фінансового активу на день x; $P_{x\text{-}n}$ – ринкова ціна фінансового активу n днів тому.

Значення «моментів» (додатні й від'ємні) за кілька днів утворюють динамічний ряд, який наносять на графік. Сигнали купівлі реєструються, якщо значення ряду – імпульс перетинається з лінією часу вище нульової позначки, сигнали продажу – нижче нульової позначки.

При короткотерміновому прогнозуванні майбутнього значення ціни інколи застосовують спосіб вирівнювання ряду динаміки на підставі методу найменших квадратів. Шляхом математичних розрахунків знаходять таку теоретичну лінію, яка найвдаліше апроксимує емпіричний ряд.

При аналітичному вирівнюванні динамічного ряду ринкових цін фактичні значення yt замінюються обчисленими на основі функції, яку називають трендовим рівнянням:

$$Yt = f(t), \tag{13.2}$$

де t – чинник часу, Yt – теоретичний рівень ринкової ціни.

Припускають, що ланцюгові абсолютні прирости значень цін відносно стабільні і не мають чіткої тенденції до зростання чи зменшення, отже, вирівнювання ряду виконують на основі лінійної функції:

$$Yt = a + bt, \tag{13.3}$$

де Yt – теоретична ринкова ціна акції, t – порядковий номер періоду, b – коефіцієнт (тангенс кута), a – вільний член формули.

Згідно з умовою мінімізації суми квадратів відхилень фактичних рівнів ряду yt від теоретичних Yt параметри a і b визначаються розв'язуванням системи нормальних рівнянь, яка для лінійної функції має такий вигляд:

$$\begin{cases} na + b\sum t = \sum y, \\ a\sum t + b\sum t^2 = \sum yt. \end{cases} \tag{13.4}$$

Наведена система рівнянь спрощується, якщо початок відліку часу ($t = 0$) перенести в середину динамічного ряду. Тоді значення t, розміщені вище середини, будуть від'ємними, а нижче – додатними.

За непарного числа членів ряду (наприклад, $n = 7$) змінній t надаються значення з інтервалом одиниця – 3, – 2, – 1, 0, 1, 2, 3; за парного: – 2,5, – 1,5, – 0,5, 0,5, 1,5, 2,5. В обох випадках $\sum t = 0$, а система рівнянь набуває вигляду:

$$\begin{cases} na \neq \sum y, \\ b\sum t^2 = \sum yt. \end{cases} \qquad (13.5)$$

Отже,

$$a = \frac{\sum y}{n},\ b = \frac{\sum t}{t^2}, \qquad (13.6)$$

значення $\sum t^2$ можна обчислити за формулами: для непарного числа значень ринкових цін: $\sum t^2 = \frac{n(n^2-1)}{12}$, (13.7)

для непарного числа значень ринкових цін: $\sum t^2 = \frac{n(n^2-1)}{3}$. (13.8)

Продовження виявленої тенденції за межі ряду динаміки називають *екстраполяцією тренду*. Це один із методів прогнозування ринкових цін, передумовою використання якого є підтвердження незмінності причинного комплексу, що формує тенденцію. Метод екстраполяції дає короткостроковий точковий прогноз. На практиці зазвичай визначають довірчі межі прогнозного рівня. Підставивши в одержану формулу для визначення у конкретне значення t, одержимо прогнозоване значення ціни акції для t-періоду. Наголосимо, що на підставі наведених розрахунків прогнозування здійснюється лише на короткий термін.

Контрольні запитання

1. Що таке класичний і маркетинговий підхід до формування ціни?

2. У чому полягає особливість гіпотези ефективних ринків?

3. Охарактеризуйте класичні теорії ціноутворення, за допомогою яких можна пояснити походження цін на фінансові інструменти.

4. Чим пояснюється спекулятивність і хибність у походженні цін фінансового ринку?

5. У якому аспекті слід застосовувати теорії фінансового ринку до походження цін на фінансовому ринку?

6. Назвіть учасників ціноутворення на фінансовому ринку.

7. Для чого необхідне регулювання цін на фінансовому ринку?

8. Роль інституційних учасників у забезпеченні рівноваги на фінансовому ринку.

9. Яка сутність цінових механізмів у розвитку фінансового ринку та їх структура?

10. Охарактеризуйте групу факторів, які створюють можливості для розвитку сучасного фінансового ринку.

11. Які фактори формують ризики і загрози для розвитку фінансового ринку?

12. Як розуміти систему забезпечення функціонування цінових механізмів фінансового ринку?

13. Чим пояснити ефективність функціонування цінових механізмів фінансового ринку? Наведіть приклади.

14. Роль ціни у забезпеченні рівноваги на фінансовому ринку.

15. Назвіть базові постулати технічного аналізу.

16. У чому полягають особливості застосування кожного з методів (графічного, математичного, теорії циклів) для аналізу цінової динаміки фінансових активів?

17. Які методи найбільш характерні для трендового аналізу фінансових ринків?

18. Чим викликане явище інформаційної асиметрії і аномалій у розвитку сучасних фінансових ринків?

19. Охарактеризуйте систему показників кон'юнктури фінансового ринку?

20. Яка система показників у світовій практиці використовується для аналізу динаміки розвитку ринку цінних паперів?

Тести

1. До теорій фінансового ринку щодо походження цін належать:

а) технократична, фундаменталістська;

б) теорія «ходіння навмання», технократична;

в) фундаменталістська, теорія «ходіння навмання»;

г) теорія вартості, теорія граничної корисності, теорія попиту і пропозиції.

2. З якою гіпотезою тісно пов'язана теорія «ходіння навмання»:

а) гіпотезою ефективності ринків;

б) гіпотезою *Гамільтона*;

в) фундаменталістською гіпотезою;

г) гіпотезою *Доу*.

3. До теорій, що закладені в основу моделювання цін, належать:

а) теорія паритету валютного курсу та теорія арбітражного ціноутворення;

б) «теорія *Доу*» та «хвильова» теорія *Р. Еліотта*;

в) теорія спекуляцій та теорія раціоанальних сподівань;

г) теорія попиту і пропозиції та теорія рівноваги.

4. Загальна класифікація цін на фінансовому ринку – це:

а) поділ цін на фінансові інструменти;

б) групування цін за ознаками;

в) класифікація за формою вираження;

г) усі відповіді правильні.

5. Механізм ціноутворення на фінансовому ринку – це механізм:

а) перерозподілу фінансових ресурсів на основі цінових сигналів, що сприймаються учасниками ринку як сигнали купувати чи продавати фінансові інструменти з метою отримання інвестиційного або спекулятивного прибутку;

б) регулювання попиту і пропозиції на фінансові ресурси;

в) справедливого і реального ціноутворення на фінансові інструменти;

г) усі відповіді правильні.

6. За групами фінансових ресурсів ціни на фінансовому ринку поділяються на:

а) ціни на кредитні та інвестиційні ресурси;

б) ціни на інвестиційні та грошові ресурси;

в) ціни на грошові та кредитні ресурси;

г) усі відповіді правильні.

7. За формою вираження ціни на фінансовому ринку поділяються на:

а) ціни на кредитні, грошові та інвестиційні ресурси;

б) зовнішні, внутрішні, трансфертні;

в) ціни на основні фінансові інструменти, фінансові деривативи та фінансові послуги;

г) ціни в абсолютному та відносному виразі.

8. До недоліків графічних методів відносять:

а) недостатність показників;

б) суб'єктивізм сприйняття тренду;

в) недостатню інформативність;

г) усі відповіді правильні.

9. До яких методів технічного аналізу належить «метод середньої плинної»:

а) графічних;

б) лінійних;

в) економіко-математичних;

г) усі відповіді правильні.

10. Процедура оцінки вартості фінансових інструментів на вторинному ринку полягає у:

а) зборі та обробці інформації для визначення вартості;

б) встановленні ціни на основі попиту та пропозиції;

в) визначенні виду вартості акцій;

г) визначенні ринкової вартості акцій на основі очікуваних ризиків.

Список рекомендованих джерел

1. Еш С. М. Фінансовий ринок: навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / С. М. Еш. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 528 с.

2. Мальков А. В. Размещение акций: структурирование и ценообразование / А. В. Мальков. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2012. – 192 с.

3. Мацелюх Н. П. Теоретико-методологічні основи ціноутворення на ринку цінних паперів: монографія / Н. П. Мацелюх. – К. : ANF group, 2015. – 321 с.

4. Мацелюх Н. П. Дослідження кон'юнктури фінансового ринку як необхідна передумова його регулювання / Н. П. Мацелюх // Науковий вісник НУДПСУ (економіка, право). – 2010. – № 1. – С. 87–93.

5. Мацелюх Н. П. Основні теорії походження цін на фінансовому ринку / Н. П. Мацелюх // Ринок цінних паперів України. – 2011. – № 9–10. – С. 3–10.

6. Мацелюх Н. П. Класифікаційні характеристики та критеріальні ознаки у формуванні організаційно-методичних основ ціноутворення на ринку цінних паперів / Н. П. Мацелюх // Науковий вісник НУДПСУ (економіка, право). – 2014. – № 3 (66). – С. 89–99.

7. Мацелюх Н. П. Становлення та розвиток ціноутворення на фінансові деривативи / Н. П. Мацелюх // Вісник Хмельницького національного університету.– 2014. – № 5. – Т. 2. – С. 210–215. – (Серія «Економічні науки»).

8. Мацелюх Н. П. Формування цінових аномалій на ринку цінних паперів України / Н. П. Мацелюх // Вісник Одеського національного університету. – 2016. – № 3. – Т. 21. – С. 152–155.

9. Мацелюх Н. П. Вплив асиметрії інформації на цінові механізми ринку цінних паперів та ризик розвитку криз / Н. П. Мацелюх // Проблеми економіки. – 2015. – № 4. – С. 273–278.

10. Мацелюх Н. П. Взаємопов'язані фактори впливу на ціноутворення сучасного ринку цінних паперів / Н. П. Мацелюх // Scientific Journal ScienceRise. – 2015. – № 3(8). – С. 64–70.

11. Мацелюх Н. П. Структурування та актуальні проблеми ціноутворення на ринку цінних паперів / Н. П. Мацелюх // Актуальні проблеми економіки. – 2015. – № 6 (168). – С. 363–369

12. Мацелюх Н. П. Місце фінансового посередництва у процесах ціноутворення на ринку цінних паперів / Н. П. Мацелюх // Бізнес-Інформ. – 2016. – № 1. – С. 334–340.

13. Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: учебник / А. Б. Фельдман. – М.: Финансы и статистика, 2010. – 240 с.

14. Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку «Україна фінансова» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ufin.com.ua/analit_mat/sdu/145.htm.

15. Jensen M. C. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Ageney Cost And Ownership Siruclure / M. C. Jensen, W. N. Meckling // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3. – № 4. – P. 305–360.

16. Berle A. A. The Modern Corporation and Private Property / Berle A. A., Means G. C.; 2 edt. – Harcourt, Brace and World, New York, 1967.

17. Fama E. F. Random Walks In Stock Market Prices / E. F. Fama // Financial Analysts Journal. – 1965. – № 21 (5). – P. 55–59.

18. Eisenhardt K. Agency Theory: An Assessment and Review / K. Eisenhardt // Academy of Management Review. – 1989. – Vol. 14. – № 1. – 57 p.

19. Matselukh N. P. Derivatives market development and pricing on them in Ukraine / Matselukh N. P. // Незалежний аудитор (Independent Auditor). – 2016. – № 1. – С. 38–44.

20. Matselukh N. P. Fundamentals of pricing in the financial market / N. P. Matselukh // Stшedoevropskэ vмstnnk pro vмdu a vэzkum. – Praha, 2015. – NR 5 (18) – P. 14–21.

РОЗДІЛ 14
РИЗИК І ПОРТФЕЛЬНЕ ІНВЕСТУВАННЯ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

14.1. Фінансові ризики та заходи щодо їх мінімізації.

14.2. Портфелі фінансових інструментів та принципи їх формування.

14.3. Інвестиційна політика та стратегія портфельного інвестування.

14.4. Фундаментальний аналіз у портфельному управлінні.

14.1. Фінансові ризики та заходи щодо їх мінімізації

Фінансові ризики – це, з одного боку, небезпека потенційно можливої, імовірної втрати грошових коштів або недоотримання прибутків/доходів порівняно з варіантом, який розрахований на раціональне використання ресурсів у цій сфері діяльності, з іншого – це ймовірність отримання додаткового обсягу доходу/прибутку, пов'язаного з ризиком. Таким чином, фінансові ризики належать до групи спекулятивних ризиків, які можуть привести як до втрат, так і до виграшу. Метою фінансової та страхової діяльності є отримання максимальних прибутків/доходів за мінімальних витрат капіталу в умовах конкурентної боротьби. Її реалізація вимагає порівняння розмірів вкладеного (авансованого) капіталу з фінансовими результатами. Разом із тим об'єктивно існує небезпека (ризик) втрат, обсяг яких обумовлений специфікою конкретного бізнесу.

Ризиком можна управляти, тобто використовувати різні заходи, що дозволяють певною мірою прогнозувати настання ризикової події та вживати заходів до її зниження. Ефективність організації управління ризиком передусім визначається його класифікацією.

Фінансові ризики пов'язані з рухом фінансових потоків і виявляються переважно на ринках фінансових ресурсів. Ці ризики характеризуються великою різноманітністю, і з метою ефективного

управління ними доцільно класифікувати їх за різними ознаками. *За можливістю страхування* фінансові ризики поділяють на: 1) ризики, що страхуються; 2) ризики, що не страхуються.

Ризики, що страхуються, – це ймовірна подія або сукупність подій, на випадок настання яких проводиться страхування. Класифікація видів страхової діяльності визначає страхування фінансових ризиків як страхування, що передбачає обов'язки страховика зі страхових виплат у розмірі повної або часткової компенсації втрат доходів (додаткових витрат), викликаних такими подіями: 1) зупинка виробництва товарів/послуг або скорочення обсягу виробництва в результаті обумовлених подій; 2) банкрутство; 3) непередбачувані витрати; 4) невиконання (неналежне виконання) договірних зобов'язань контрагентом застрахованої особи, яка є кредитором за угодою; 5) понесені застрахованою особою судові витрати; 6) інші події.

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

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

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

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

Найрозповсюдженіші види фінансових ризиків наведено у табл. 14.1.

Таблиця 14.1

Класифікація фінансових ризиків за ознаками

Класифікаційні ознаки	Види фінансових ризиків
За сферою виникнення	зовнішні; внутрішні
За тривалістю впливу	постійні; тимчасові
За можливістю передбачення	прогнозовані; непрогнозовані
За можливими наслідками / за об'єктом виникнення	окремих фінансових операцій; видів фінансової та страхової діяльності; сукупні
За комплексністю	прості; складні

За сферою виникнення фінансові ризики можна розподілити на зовнішні (екзогенні) і внутрішні (ендогенні). Джерелом виникнення ***зовнішніх ризиків*** є зовнішнє середовище, тобто це ризик, що не залежить від діяльності корпорації. Фінансова корпорація не впливає на зовнішні фінансові ризики, вона може тільки передбачати та враховувати їх у своїй діяльності. Цей вид ризику характерний для всіх учасників фінансової та страхової діяльності і всіх фінансових операцій. Зовнішні фінансові ризики виникають під час зміни стадій економічного циклу, змін кон'юнктури фінансового ринку, у результаті непередбаченої зміни законодавства у сфері фінансової та страхової діяльності, нестабільності політичного

режиму тощо. До цієї групи фінансових ризиків відносять інфляційний, валютний, відсотковий та інші ризики.

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

– некваліфікованим фінансовим менеджментом;

– неефективною структурою фінансових активів;

– надмірною прихильністю керівництва корпорації до ризикових фінансових операцій;

– неправильною оцінкою корпорацій-партнерів;

– нестабільним фінансовим становищем корпорації тощо.

За тривалістю впливу виділяють постійні та тимчасові фінансові ризики. ***Постійні ризики*** характерні для всього періоду здійснення фінансової операції або фінансової та страхової діяльності і пов'язані з дією постійних чинників. Отже, до постійних належать ті, які безперервно загрожують діяльності корпорації в даному регіоні або виді економічної діяльності. Вони включають валютний та процентний ризик. ***Тимчасові ризики*** мають тимчасовий характер, фінансова корпорація стикається з ними лише на окремих етапах реалізації своєї діяльності. Ці ризики поділяються на короткочасні і довготривалі ризики. До перших відносять ті ризики, які можуть виникати протягом певного відрізку часу, наприклад кредитний та інвестиційний ризик, а термін можливої дії довготривалих ризиків оцінити складно, наприклад інфляційний ризик.

За можливістю передбачення фінансові ризики можна розділити на прогнозовані та непрогнозовані. ***Прогнозовані ризики*** – це ризики, настання яких є наслідком циклічного розвитку економіки, зміни стадій кон'юнктури фінансового ринку, конкуренції тощо. Однак передбачуваність фінансових ризиків має відносний характер: якщо настання певної події можна спрогнозувати із 100-відсотковою ймовірністю, то говорити про ризик у цьому випадку неможливо, адже це виключає саму подію з категорії ризику.

За можливими наслідками фінансові ризики підрозділяються на ризики, через які фінансова корпорація:

1) несе економічні втрати; за настання такого ризику фінансові наслідки можуть бути тільки негативними (втрата прибутку чи капіталу корпорації);

2) отримує певний обсяг прибутку, на який розраховувала; цей ризик характеризує ситуацію, коли корпорація через об'єктивні та суб'єктивні причини не може здійснити заплановану фінансову операцію;

3) може розраховувати як на отримання додаткового прибутку, так і на виникнення економічних втрат; найчастіше цей ризик характерний для спекулятивних фінансових операцій, проте він може виникати і за інших ситуацій, зокрема у реальному інвестиційному проекті, прибутковість якого на стадії експлуатації може бути нижчою або вищою розрахункового рівня.

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

Ризики окремої фінансової операції характеризують усі фінансові ризики, з якими стикається фінансова корпорація фірми під час реалізації фінансової операції.

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

Сукупні ризики включають у себе всю сукупність фінансових ризиків, що можуть виникати під час здійснення фінансової та страхової діяльності. Ці ризики залежать від організаційно-правової форми фінансової корпорації, структури її капіталу та активів тощо. Однією з причин виникнення ризику зниження фінансової стійкості корпорації є недосконалість структури капіталу, в результаті чого виникає незбалансованість позитивного (що входить) і негативного (вихідного) грошових потоків.

За комплексністю виділяють прості та складні фінансові ризики. ***Прості ризики*** – це ризики, які неможливо розділити на окремі підвиди, наприклад інфляційний ризик, що не підлягає подальшій класифікації. ***Складні ризики*** включають у себе комплекс різних його підвидів. До цієї групи фінансових ризиків належать інвестиційний ризик, який у подальшому класифікується на інші види.

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

Інфляційний ризик полягає в можливості знецінення реальної вартості фінансових активів, а також прибутку фінансової корпорації від здійснення фінансової або страхової діяльності у зв'язку зі зростанням інфляції. Цей вид ризику має постійний характер і супроводжує всі фінансові операції в умовах інфляційної економіки. Один з методів його мінімізації – включення до складу майбутнього номінального доходу за фінансовими операціями розміру інфляційної премії.

Під ***податковим ризиком*** слід розуміти ймовірність втрат, які може понести фінансова корпорація в результаті зміни податкового законодавства або в результаті помилок, допущених під час обчислення податкових платежів. Таким чином, він належить одночасно до групи зовнішніх і внутрішніх ризиків. Податковий ризик включає в себе ймовірність: 1) додаткових відрахувань до бюджету через незаплановане підвищення податкових ставок; 2) втрат у результаті прийняття фіскальною службою рішень, що знижують податкові переваги, тобто дострокове скасування податкових пільг; 3) значного зростання заборгованості з платежів до бюджету, що спричиняє штрафні санкції та загрозу зупинки діяльності компанії, арешту її рахунків, вилучення документації тощо; 4) виникнення втрат у результаті помилок, допущених працівниками компанії. При цьому досить часто закон карає однаково суворо і за навмисні спотворення, і за випадкові (технічні) помилки.

Кредитний ризик – ймовірність того, що партнери-учасники контракту виявляться не в змозі виконати договірні зобов'язання. Його рівень підвищується зі збільшенням суми кредиту та терміну, на який він береться. Кредитний ризик може бути спричинений: спадом попиту на фінансові інструменти та послуги; невиконанням договірних відносин контрагентами; трансформацією фінансових активів; форс-мажорними обставинами.

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

Він пов'язаний, як правило, з неправильною оцінкою і невдалим вибором фінансової установи для здійснення депозитних операцій.

Відсотковий ризик зумовлений невизначеністю у майбутньому щодо напряму руху та рівня відсоткових ставок. Для депозитної корпорації – це ризик перевищення середньої відсоткової ставки за залученими депозитами над середньою ставкою за виданими кредитами. Щодо цінних паперів, то відсотковий ризик – це ступінь невизначеності на рівні курсів цінних паперів, що викликаний змінами ринкових ставок. Передусім під його вплив підпадають цінні папери з фіксованим періодичним доходом. Зі зростанням відсоткових ставок курси цінних паперів знижуються і навпаки.

Значний обсяг фінансових операцій здійснюється за *плаваючою відсотковою ставкою*, коли відсоток, що підлягає сплаті або отриманню, періодично переглядається і приводиться у відповідність до поточної ринкової ставки. *Фіксований відсоток* виплачується на вкладення з фіксованою ставкою відсотка (державні цінні папери), однак ринкова вартість таких вкладень коливається залежно від поточної відсоткової ставки, приносячи прибуток (збиток) на вкладений капітал.

Відсоткова ставка може змінюватися різними способами. Це може бути підвищення або зниження загального рівня ставок, зміна ставок за одними фінансовими інструментами відносно інших, зміна кривої ставок. Рівень відсоткових ставок визначають такі чинники:

– очікувані темпи економічного зростання та інфляції. Залежно від рівня інфляції ставки зростають або падають;

– обсяг державного боргу, що призводить до зростання попиту на капітал: уряду доводиться пропонувати більш високі відсоткові ставки для отримання великих кредитів, а це призводить, у свою чергу, до підвищення ставок за іншими позичками на ринку;

– монетарна політика держави. Існує взаємозв'язок між обмінним курсом валюти країни і відсотковими ставками на інвестиції у цій валюті. Необхідні високі відсоткові ставки для того, щоб інвестори тримали капітали у слабкій валюті і вкладали додаткові капітали.

Бізнес-ризик – один з видів фінансових ризиків, що характерний здебільшого акціонерним товариствам; полягає у неможливості ним підтримувати рівень дохідності на акцію на незмінному рівні. Бізнес-ризик виникає, як правило, тоді, коли діяльність корпорації через певні обставини виявляється менш успішною порівняно із запланованою.

Інвестиційний ризик полягає у відхиленні фактичного прибутку/доходу від очікуваного у результаті здійснення інвестиційної діяльності. Як правило, він акумулює відсотковий і бізнес-ризики, а також породжує специфічний ринковий ризик. *Ринковий ризик* відображає зміни в очікуваннях інвесторів щодо перспектив корпорації. Зазвичай останній не може вплинути на рух своїх фінансових інструментів на ринку. Раптова війна, результати виборів, політична ситуація, хвороба або втрата президента, приплив золота мають величезне значення на рух ринкових цін.

Залежно від схильності піддавати свій капітал ризику покупці фінансових інструментів можуть бути або інвесторами, або спекулянтами (арбітражерами), або гравцями. Доцільно відрізняти інвестиції від спекуляцій. Існує три головних критерії, що їх відрізняють:

1. Під час інвестування ступінь ризику за фінансовим інструментом ретельно балансується очікуваним доходом. Але навіть досить високий очікуваний дохід не може спричиняти великий ризик. Існує межа припустимого інвестиційного ризику на фінансовий інструмент. Спекуляція передбачає відсутність жорсткого зв'язку між майбутнім доходом і ризиком на цінний папір.

2. Інвестиції та спекуляції відрізняються термінами вкладання коштів. Спекуляції мають на меті швидке отримання доходу, часто їх термін обмежений кількома місяцями. У США, наприклад, вважається, що вкладання грошей на строк більше півроку означає, що вони інвестовані.

3. Інвестор очікує отримати стабільний дохід на достатньо високому, прийнятному для нього рівні. Спекулянт діє за принципом «купити дешевше – продати дорожче», тобто його цікавить лише різниця між вкладеним і отриманим капіталом.

Гравці йдуть на ризик з надією «побити» ринок, вгадати тенденції і заробити гроші на очікуваній зміні курсу фінансових інструментів.

У табл. 14.2 наведено класифікацію вкладень залежно від розміру ризику та винагороди (доходу). Чим більш спекулятивним є фінансовий інструмент, тим більший дохід він може забезпечити у майбутньому. Ризик і дохід не пов'язані безпосередньо, оскільки можна придбати просту акцію за 100 грн із дохідністю у 10 % і ризикувати більше, ніж за придбання простої акції за 100 грн з дохідністю у 15 %.

Таблиця 14.2

Відповідність ризику та доходу за видами фінансових інструментів і вкладень

Складність рішень	Фінансовий інструмент або вид вкладення	Дохід на інвестиції, %	Ризик втрати капіталу		Ризик втрати доходу	
			Ринковий ризик	Бізнес-ризик	Відсотковий ризик	Інфляційний ризик
Цінні папери						
В	Спекулятивні прості акції	15-20	В	В	Н	Н
В	Акції зростання	10-12	В	В	Н	Н
С	«Блакитні фішки»	8-10	С	С	Н	Н
С	Сертифікати інвестиційних фондів	8-10	С	С	Н	Н
С	Дохідні акції	7-8	С-Н	С-Н	С	С
С	Конвертовані привілейовані акції	6-10	С-В	С-В	Н	Н
Н	Конвертовані облігації	5-10	С-В	С-В	Н	Н
Н	Облігації підприємств	5-8	С-Н	С-Н	В-С	В
Н	Муніципальні облігації	4-5	Н	Н	В	С
Н	Державні облігації	4-6	Н	Н	В	В
Вкладення						
Н	Кредитні спілки	4-6	Н	Н	Н	В
Н	Ощадно-позичкові асоціації	4-6	Н	Н	Н	В
0	Страхування життя	4-5	Н	Н	Н	В
0	Комерційні банки	5	Н	Н	Н	В
Н	Рахунок у швейцарському банку	0	Н	Н	Н	В
0	Сейф	0	Н	Н	Н	В
0	Матрац	0	Н	Н	Н	В

Умовні позначення: В – високий; С – середній; Н – низький.

З таблиці видно, що ризик втрати капіталу безпосередньо залежить від ринкового ризику та бізнес-ризику, а ризик втрати очікуваного доходу – від відсоткового ризику і ризику зміни купівельної спроможності грошей. Ризик зміни купівельної спроможності грошей визначається темпами інфляції в країні. Цей вид ризику впливає на заощадження, що зберігаються в банках або «у панчохах», а також на вартість цінних паперів з фіксованим доходом. Прості акції застраховані від інфляції, оскільки зі зростанням темпів інфляції збільшується і прибуток, з якого виплачуються дивіденди. Крім того, дієвим засобом страхування (хеджування) проти інфляції є виплата дивідендів у вигляді акцій.

Як правило, повністю позбутися дії ризиків не можна, однак ними можна управляти. Досвід показує, що серйозні проблеми мають ті учасники фінансового ринку, які здійснюють інвестування без чіткого фінансового плану, або ті, які купують фінансові інструменти в надії отримати наддохідність, не враховуючи при цьому, що великий дохід передбачає великий ризик. Є інвестори, які не мають інформації про об'єкт інвестування і в своїх рішеннях беззастережно вірять у випадок або рекламу, або ті, хто не диверсифікує свої вкладення, тобто «кладе всі яйця в один кошик».

У процесі управління ризиком можна користуватись узагальненою блок-схемою, в якій конкретизовано способи зниження ступеня ризику на фінансовому ринку (рис. 14.1).

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

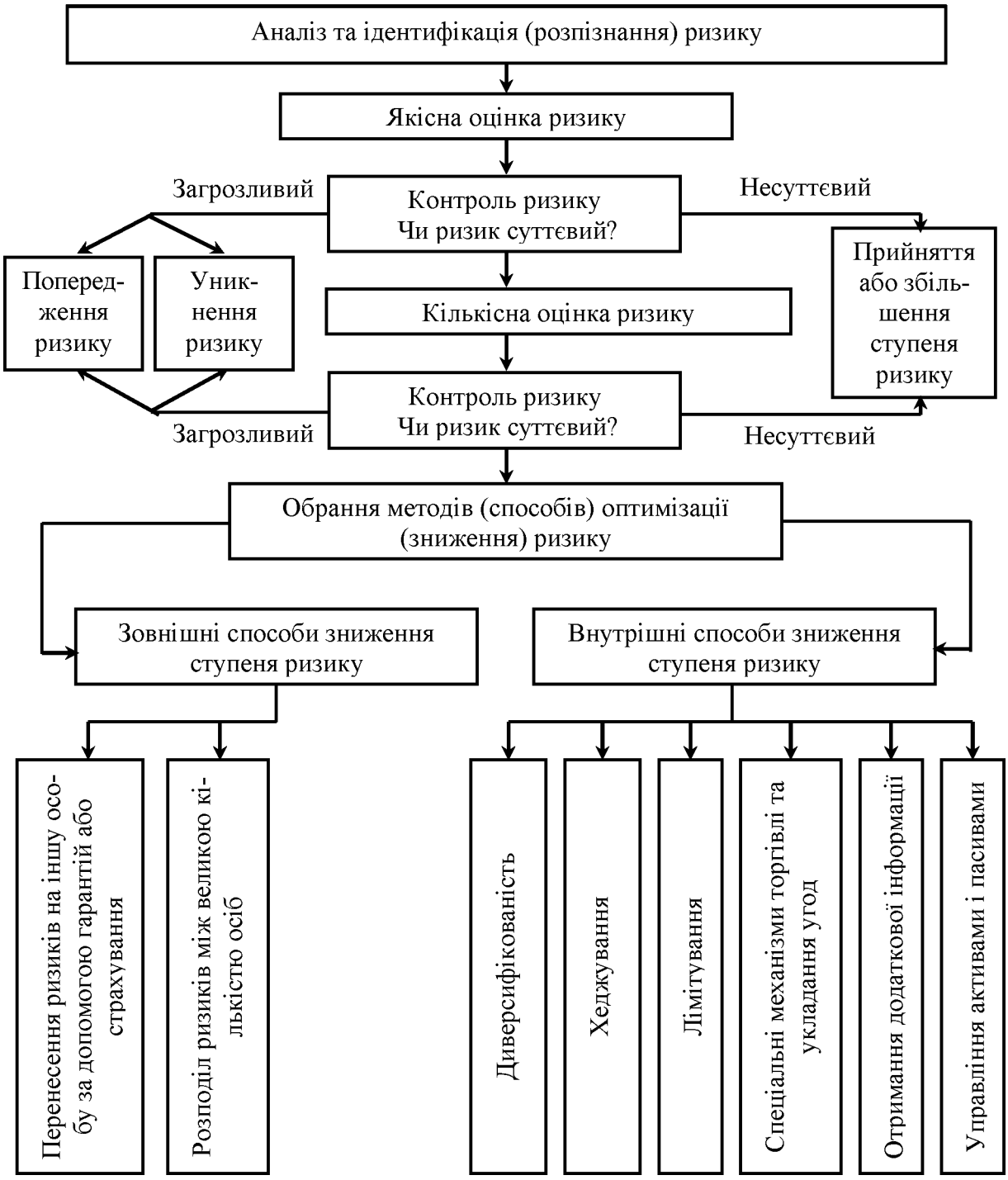


Рис. 14.1. Узагальнена блок-схема процесу управління ризиком

Диверсифікація ризику передбачає розподіл капіталу між пакетами фінансових інструментів різної якості та різних термінів погашення. У такий спосіб формується портфель з різних інструментів. При цьому виникає портфельний ризик (систематичний і несистематичний). За допомогою диверсифікації можна зменшити лише несистематичний ризик. За аналітичними даними,

включення до складу портфеля більше 15 різних фінансових інструментів не дає очікуваного ефекту щодо зниження через ефект зайвої диверсифікації. А вона, у свою чергу, може призвести до таких негативних результатів: управління може виявитися неякісним; придбання недостатньо дохідних, безпечних і ліквідних фінансових інструментів; високі витрати на купівлю невеликих партій фінансових інструментів; зростання витрат, що пов'язані з пошуком привабливих інструментів.

Розвиненою формою диверсифікації є *хеджування (hedging),* тобто підхід, коли свідомо використовується протилежна реакція різних фінансових інструментів на одну й ту саму подію. Активи розподіляються таким чином, що сумарний вплив тієї чи іншої події на їхню вартість виявився нульовим. Через це можна нейтралізувати ризик, однак існує вірогідність відмови від можливого доходу. Інструментами хеджування є свопи, ф'ючерси, форварди та опціони.

Лімітування базується на завчасному обмеженні можливих втрат. Прикладом цього є лімітований (обмежений) наказ брокеру у системі електронних торгів, коли папери купують за вказаною клієнтом ціною і нижче, а продаються за цією ціною і вище.

Спеціальні механізми торгівлі та укладання угод являють собою резервування коштів на купівлю фінансових інструментів, депонування останніх з виставленням на продаж, механізм маржинальних внесків у клірингову установу тощо. Вони використовуються здебільшого на високоорганізованих ринках; створюють ілюзію усунення збитків, насправді ж дозволяють лише зменшити ці ризики і зробити їх регулярними.

Отримання додаткової інформації. В англо-американській літературі осіб, які володіють внутрішньою комерційною інформацією корпорації, називають інсайдерами (*insiders*). Вони раніше за інших починають купувати фінансові інструменти перед зростанням цін або доходів, а продавати – перед падінням. У 70-х рр. американські економісти *Е. Фалга* і *М. Йєнсен* розробили теорію ефективних фінансових ринків, де зазначено, що менеджер не може довго приховувати інформацію від конкурентів, а ціни фінансових активів (у першу чергу, акцій) відображають

всю поточну інформацію. У цієї теорії багато опонентів, які на основі фактів доводять, що інсайдери можуть час від часу мати певні переваги.

Щодо інвестиційних інститутів (інституційних інвесторів) – банків, страхових компаній, інститутів спільного інвестування і недержавних пенсійних фондів, – то найбільш складним і необхідним способом зниження ризиків для них є *управління активами і зобов'язаннями (пасивами)*, що більшою мірою обумовлює вибір ними інвестиційної стратегії. Пасив – це платіж, що повинен здійснити інституційний інвестор (емітент зобов'язання) у певний період часу відповідно до контракту за зобов'язанням. Для фінансового інституту вагомими є обидві характеристики зобов'язання: сума платежу і термін, коли відбувається виплата цієї суми.

14.2. Портфелі фінансових інструментів та принципи їхнього формування

На сучасному етапі розвитку активність індивідуальних інвесторів та юридичних осіб передбачає вкладання тимчасово вільних коштів не в один, а у велику кількість об'єктів, генеруючи цим самим певну їх диверсифіковану сукупність. Такий метод отримав назву «*портфельне інвестування*».

Інвестуючи кошти, індивідуальний або інституційний інвестор розподіляє їх між різними видами фінансових інструментів, тобто формує свій портфель цінних паперів. Отже, ***портфель фінансових інструментів*** являє собою цілеспрямовано сформовану сукупність таких інструментів різних видів, призначених для здійснення інвестиційної діяльності в певному періоді згідно з розробленою інвестиційною стратегією інвестора. Такий портфель розглядається як вкладення інвестора у фінансові інструменти, що управляються ним як єдине ціле.

Різноманітність складу портфелів визначається пріоритетними цілями інвесторів, видами фінансових інструментів, що включаються згідно з цими цілями і нормативно-правовими актами, схильністю інвесторів до ризику тощо (рис. 14.2).

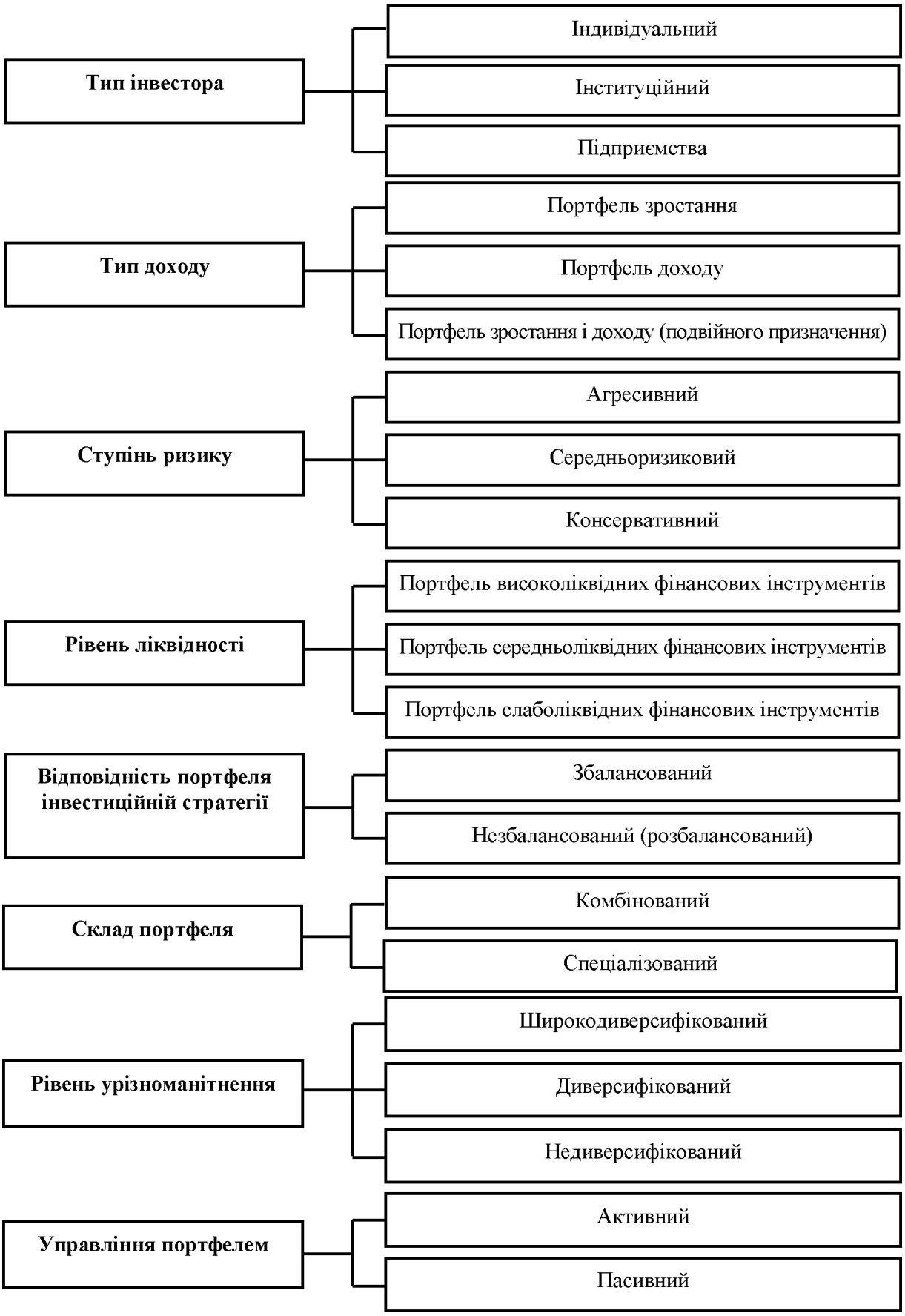


Рис. 14.2. Основні типи портфелів фінансових інструментів

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

В основі *портфеля зростання* лежать фінансові інструменти, що мають потенціал до підвищення вартості. До них можуть входити акції підприємств, які значну частку прибутку реінвестують у свою діяльність, внаслідок чого покращуються їхні фінансові показники та зростають курси акцій; акції успішно функціонуючих компаній; акції перспективних та венчурних (ризикових) компаній (за наявності певної ймовірності зростання їх курсових вартостей); довгострокові облігації з купонною ставкою, що може забезпечити зростання їх ринкової ціни за наявності ймовірності зниження відсоткових ставок; акції недооцінених ринком компаній; похідні фінансові інструменти за наявності ймовірності руху біржових цін на активи, що сприятиме зростанню капіталу, тощо.

Портфель доходу формується з фінансових інструментів, які забезпечують високий рівень поточного доходу за незначного зростання капіталу. До них належать прості та привілейовані акції підприємств, які виділяють на дивіденди значну частину свого чистого прибутку; облігації, векселі, депозитні та ощадні сертифікати.

Можна вирізнити і проміжний тип портфеля, що спрямований на отримання дивідендів (відсотків) і зростання курсової вартості фінансових інструментів – *портфель зростання та доходів*. Його формування здійснюють з метою уникнення можливих втрат на фінансовому ринку як від падіння курсової вартості, так і низьких дивідендних чи відсоткових виплат. Одна частина інструментів, що входить до складу такого портфеля, приносить

власнику зростання вартості, а інша – дохід. Втрата однієї частини може компенсуватися зростанням іншої. До такого типу портфелів іноді відносять *портфель подвійного призначення*, який включає фінансові інструменти, що приносять його власнику високий дохід за зростання вкладеного капіталу. У цьому випадку йдеться про цінні папери інвестиційних фондів подвійного призначення, які випускають власні акції двох типів: перші приносять високий дохід, другі – зростання капіталу.

Хоча інвестор формує портфель зростання та портфель доходу задля зростання свого початкового капіталу, на практиці висока дохідність цих портфелів може «з'їдатись» високими ринковими цінами на такі активи сьогодні або високими ризиками активів у майбутньому.

За ступенем ризику портфелі фінансових інструментів можна поділити на *агресивні, середньоризикові* та *консервативні*. В основу їхнього формування покладено різне співвідношення показників дохідності (у різних її формах – приросту дивідендів чи приросту курсової вартості) та ризику більшості інструментів, які належать до певного портфеля. Наприклад, агресивний портфель складається з високодохідних фінансових інструментів, але сукупний ризик такого портфеля вищий порівняно з іншими видами портфелів. Відповідно мінімізація ризику за формування консервативного портфеля обумовлює зниження його дохідності. Найоптимальнішим є середньоризиковий портфель фінансових інструментів.

За подальшої типізації портфелів фінансових інструментів як структуроутворювальна ознака може виступати така інвестиційна якість, як ліквідність.

Типізація портфелів фінансових інструментів за їх досягнутою відповідністю цілям інвестування пов'язана передусім з процесом реалізації цілей їх формування. *Збалансований портфель* характеризується повною реалізацією цілей його формування шляхом відбору фінансових інструментів, що найповніше відповідають цим цілям. *Незбалансований портфель* характеризується невідповідністю складу його фінансових інструментів цілям його формування. Різновидом незбалансованого портфеля є *розбалансований портфель*, який був раніше оптимізований, але через

суттєві зміни умов інвестиційної діяльності вже не задовольняє інвестора, тобто вже не відповідає цілям формування портфеля.

Залежно від видів фінансових інструментів у портфелі розрізняють комбінований та спеціалізований портфелі. *Комбінований портфель* включає певну сукупність видів інструментів, що обертаються на фінансовому ринку. Цей портфель може складатися з акцій, облігацій тощо. Склад *спеціалізованого портфеля* обмежується тільки одним видом інструментів; він може бути представлений портфелями акцій, облігацій, іноземних цінних паперів тощо.

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

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

Пасивний портфель являє собою сукупність фінансових інструментів, які залишаються на весь період існування портфеля незмінними. Як правило, він складається з державних цінних паперів. Термін існування пасивного портфеля визначають останні дати погашення за фінансовими інструментами портфеля. Цей вид портфеля може гарантувати відносно високу безпеку вкладання коштів у фінансові активи для інвестора, але не здатний забезпечити високих доходів.

На відміну від пасивного формування *активного портфеля* передбачає управління ним упродовж усього періоду його існування згідно з інвестиційними цілями інвестора. Інвестори використовують такі стратегії активного управління портфелем, як перекидання коштів, пошук акцій недооцінених ринком компаній та підприємств, що реорганізуються, спекуляція новими випусками цінних паперів тощо.

Метою вкладання інвестором коштів у фінансові інструменти може бути отримання доходу або інша специфічна ціль (доступ до дефіцитної продукції, майнових прав; створення холдингових структур; розширення сфери впливу та перерозподіл власності

тощо). Тобто можна виокремити дві основні вигоди, які може отримати інвестор, вкладаючи кошти у фінансові інструменти: 1) дохід від фінансових інструментів; 2) контроль за підприємствами. Отже, портфелі фінансових інструментів можна класифікувати на дохідний та спеціальний портфелі. *Дохідний портфель* формують задля отримання доходу від фінансових інструментів у вигляді дивідендів або приросту курсової вартості, а *спеціальний портфель* формується інвестором відповідно до його специфічних цілей. У цьому випадку останній приносить інвестору певні доходи, але не від інструментів у портфелі, а від корпоративних прав.

Існують й інші класифікаційні ознаки портфелів фінансових інструментів. За умовами оподаткування інвестиційного доходу виділяють два типи портфелів – оподатковуваний і вільний від оподаткування. Така типізація пов'язана з реалізацією однієї з цілей формування інвестиційного портфеля – забезпечення максимального ефекту «податкового щита» в процесі інвестиційної діяльності. *Оподатковуваний портфель* складається з фінансових інструментів, дохід за якими підлягає оподаткуванню на загальних засадах згідно з чинною у країні податковою системою. Формування такого портфеля не переслідує цілей мінімізації податкових виплат. *Вільний від оподаткування портфель* складається, як правило, з державних і муніципальних облігацій, що переслідують цілі швидкої акумуляції інвестиційних ресурсів для розв'язання невідкладних завдань. Звільнення прибутків інвестора від оподаткування додатково стимулює його інвестиційну активність, збільшуючи суму чистого прибутку на розмір такої податкової пільги.

Процес формування та управління портфелем фінансових інструментів включає: 1) постановку цілей інвестування; 2) формування основних напрямів інвестиційної політики з урахуванням нормативних обмежень; 3) вибір портфельної стратегії; 4) вибір активів, що будуть включені до портфеля; 5) оцінку ефективності інвестицій.

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

Дохідність являє собою можливість отримання інвестором певних доходів у майбутньому, які складаються з дивідендів або відсотків за фінансовими інструментами (поточна дохідність) і курсової різниці (додаткова дохідність). Основним показником дохідності певних фінансових інструментів є ставка дивіденду компанії, що порівнюється із середньою відсотковою ставкою за довгостроковими вкладеннями населення та депозитами підприємств. Коли відношення цих показників менше одиниці, то дохідність таких інструментів буде недостатньою. Дохідність фінансових інструментів за певний період можна визначити шляхом відношення загальної суми доходу до ціни придбання.

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

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

Крім дохідності та безпеки, третім важливим завданням інвестора є ***зростання капіталу***, коли вартість початкових інвестицій з часом зростає. Найбільші можливості для реалізації цієї цілі потрібно очікувати від вкладень в «акції зростання» та акції молодих компаній, які впроваджують нові технології та ноу-хау. Зростання капіталу на середньому рівні забезпечують довгострокові облігації та привілейовані акції, а найнезначніше – короткострокові облігації. Приріст капіталу є необхідним для забезпечення привабливості довгострокових цінних паперів, а також надання гнучкості управлінню інвестиціями.

Четверта інвестиційна мета – ***ліквідність***, яка є бажаною під час формування портфеля фінансових інструментів, оскільки дозволяє інвестору не лише швидко їх продати, але і не втратити у ціні.

Перераховані інвестиційні цілі значною мірою є альтернативними. З одного боку, інвестори (здебільшого інституційні) намагаються збільшити ліквідність, а з іншого – дохідність. Збільшуючи свої доходи, вони можуть піддавати себе і своїх вкладників різноманітним ризикам, через що виникає загроза ліквідності. Якщо під безпекою розуміти спроможність інвестора зберігати себе як діючу економічну одиницю, то для її досягнення потрібно враховувати інтереси трьох сторін – акціонерів, вкладників і регуляторів. Виважені дії інвестиційних менеджерів можуть практично виключити будь-які ризики, однак тут не забезпечується дохідність.

У цілому систему інвестиційних цілей для фінансових корпорацій, які переважно і формують портфелі фінансових інструментів, можна викласти (за перевагою) так:

1. Збереження та приріст капіталу.

2. Придбання фінансових інструментів з властивостями готівки, які можуть використовуватися як засіб обігу та платежу.

3. Одержання прибутку за рахунок вкладень у статутні капітали юридичних осіб.

4. Спекулятивна гра на курсах фінансових інструментів.

Однак, перш ніж формулювати цілі інвестування, необхідно оцінити наявний інвестиційний капітал, зібрати достатню інформацію про доступні об'єкти вкладень, оцінити економічну кон'юнктуру та прогнози на майбутнє тощо. На цьому етапі інвестор з тим або іншим ступенем точності визначає свій ***інвестиційний горизонт***, тобто проміжок часу, на який розповсюджується його стратегія і відносно якого оцінюються результати інвестиційного процесу. У західній практиці попередні дослідження з питань вибору часу для інвестування коштів набули назви «таймінг». Найбільш розповсюдженими стратегіями управління інвестиційним горизонтом є стратегія рівномірного розподілу, короткострокового та довгострокового акцепту, стратегія «штанги» і відсоткових очікувань.

Стратегія рівномірного розподілу передбачає інвестування коштів через визначені рівномірні відрізки часу. Однак практичне застосування такої моделі викликає великі сумніви, оскільки

інвестування через рівномірні інтервали можливе лише за ідеальних умов. Стратегія має сенс, коли інституційний інвестор не приділяє уваги портфельним інвестиціям, а мотивує таке інвестування менеджментом щоденного сальдо. Тому вона є більш прийнятною для фізичних осіб, більшість з яких отримує доходи щомісяця.

Стратегія короткострокового акценту зумовлена бажанням інвестора інвестувати на період, який можна більш-менш прогнозувати. Деякі експерти вважають, що, обираючи таку стратегію, інституційний інвестор, особливо банки, управляють ліквідністю установи. Але це тільки одна з переваг цієї стратегії, а справжня причина – неможливість інвестування коштів на великий термін, особливо для ринків, які розвиваються і не стабільні. Крім того, ця стратегія не обмежує установу у виборі часу для інвестування, що збігається з аксіомою про необхідність вкладання коштів у недооцінені ринком фінансові інструменти. Тобто вона не обмежує інвестора у вкладенні, єдина умова – це короткостроковість вкладень.

Стратегія довгострокового акценту має ті ж недоліки, що і стратегія короткострокового акценту. Інвестори, які обирають цю стратегію, умовно поділяються на дві групи, тобто ті, мета яких: 1) інвестувати кошти на тривалий строк (вони розраховують на капіталізацію об'єктів інвестування та сплату дивідендів); 2) програти на коливанні цін на довгострокові активи. Її безумовний плюс – підвищена дохідність портфеля, оскільки довгострокові активи мають більшу дохідність, ніж короткострокові. Але довгострокові вкладення мають підвищений ризик, що залежить від поточної та майбутньої макроекономічної ситуації. Саме тому таймінг при використанні стратегії довгострокового акценту є необхідним.

Стратегія «штанги» з точки зору інституційних інвесторів є найоптимальнішим компромісом між ліквідністю портфеля та дохідністю. Суть моделі полягає у трансформації процесів диверсифікації саме на інвестиційний горизонт. При цьому об'єктом диверсифікації є час погашення або сплати доходів за фінансовими інструментами. Інвестор вкладає частину коштів у короткострокові інструменти, а частину – в довгострокові, при цьому

вкладання на «середній» строк не здійснюються. У банківській сфері така стратегія сьогодні є досить популярною, особливо серед регіональних філій та відділень. Іноді цією стратегією користуються і на кредитному ринку.

Стратегія відсоткових очікувань полягає у коригуванні складу портфеля залежно від зміни ринкових ставок.

Наведені стратегії управління інвестиційним горизонтом мають багато недоліків, а їхнє застосування можливе лише за умови проведення попереднього аналізу. Крім того, більшість цих стратегій орієнтуються на фінансові інструменти з фіксованою дохідністю без урахування специфіки інструментів з невизначеною дохідністю, таких як акції, ф'ючерсні контракти та опціони.

Гроші, які має інвестор, завжди важливіші для нього більше сьогодні, ніж ті, які буде отримано в майбутньому. Коли інвестор дає гроші в борг на визначений період, то завжди існує невпевненість у їхньому поверненні (адже існує ризик банкрутства позичальника або того, що він відмовиться платити). Щоб інвестор розлучався зі своїм капіталом, мають бути надійні гарантії отримання високої компенсації.

Укладаючи капітал, інвестор повинен уміти розраховувати так звану бар'єрну ставку доходу, нижче якої він не має права (або не повинен) його отримувати. ***Бар'єрна ставка*** – це відсоткова ставка, що визначає ту фінансову віддачу, яку інвестор очікує від своїх інвестицій. Ця віддача включає дві складові – вільну від ризику ставку і страхову премію (премію за ризик).

Інвестиції є безризиковими, коли інвестор має гарантію, що його інвестиції не зазнають збитків, і вони вкладаються на досить короткий термін. Якщо капітал укладається на тривалий строк, інвестор (кредитор) повинен отримати винагороду за те, що він взяв на себе ризик часу.

Вільна від ризику ставка є базовою і являє собою мінімально прийнятний дохід від інвестицій, якщо практично немає ризиків. Наприклад, державні облігації гарантують інвестору 20 % річних. Бар'єрна ставка має бути на декілька пунктів вище інфляції з точки зору ліквідності. Така безпечна ставка є визначальним чинником оцінки ризикованості інших активів.

Страхова премія, або *премія за ризик,* є необхідною нормою доходу для інвестора, що вище вільної від ризику ставки, й визначається різними чинниками, зокрема часом. Інвестори вимагають страхову премію як платні за фінансування проекту або виробничої програми компанії, що підлягає ризику у процесі своєї виробничої діяльності.

Залежність необхідної віддачі і страхової премії графічно відображено на рис. 14.3. Її розмір для інвестора розраховується так:

Страхова премія = Необхідна віддача – Вільна від ризику ставка.

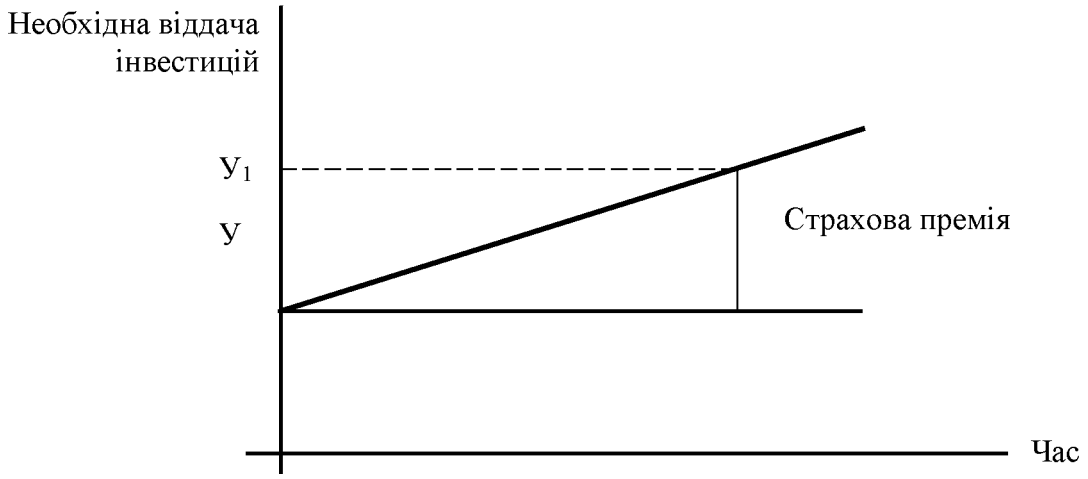


Рис. 14.3. Графік визначення страхової премії

Залежно від рівнів ризиків для фінансових інструментів існують різні класифікації страхових премій. Наприклад, для державних цінних паперів з різними строками погашення можна використовувати градації страхових премій, які подано у табл. 14.3.

Таблиця 14.3

Розміри страхових премій залежно від виду цінних паперів

Вид цінного папера	Строк погашення	Вільна від ризику ставка, %	Страхова премія, %	Сукупний ризик, %
Державні облігації	90 днів	5	0	5
Державні облігації	1 рік	5	2	7
Державні облігації	20 років	5	4	9
Облігації корпорацій	20 років	5	5	10

Зі збільшенням строку погашення облігації інвестор вимагатиме більшу страхову премію. Вивчення віддачі активів свідчить про те, що ціни короткострокових фінансових інструментів змінюються менше ніж ціни довгострокових активів. Разом із тим розмір страхової премії залежить і від емітента. Купуючи корпоративні облігації, що незабезпечені гарантіями, інвестор вимагатиме більшу страхову премію, ніж за придбання державних облігацій.

Практична оцінка премії за ризик є доволі складним завданням, оскільки ризик позичкового капіталу може залежати від багатьох чинників як зовнішнього, так і внутрішнього середовища компанії. У розвиненій ринковій економіці прийнято вважати, що цей ризик завжди менший, ніж ризик вкладення власного, оскільки у першу чергу повертаються позичкові кошти.

Розглянемо, як визначається премія за ризик при формуванні норми необхідної віддачі капіталу. Наприклад, будемо вважати, що вільна від ризику ставка (для короткострокових державних цінних паперів) дорівнює 6-ом пунктам (0,06), прийнятий темп інфляції 15 % (0,15). Вільна від ризику ставка становитиме вже 21 пункт (0,21).

14.3. Інвестиційна політика та стратегія у портфельному інвестуванні

Інвестиційна політика полягає у визначенні таких напрямів розміщення коштів у портфелі фінансових інструментів, щоб у змозі забезпечити інвестору виконання зобов'язань перед учасниками за необхідності дотримання встановлених державою інвестиційних обмежень.

Розміщення коштів передбачає розподіл портфеля між різними категоріями фінансових інструментів з метою збереження капіталу за негативних змін ситуації та отримання переваг за позитивних. Тобто збереження капіталу є захистом від негативного впливу ринку, а використання сприятливого – головна мета схеми розміщення активів. Ця схема базується на тому, що дохідність портфеля залежить передусім від структури розміщення активів, ніж від самих інвестицій. Дослідження найбільш дохідних

портфелів доводять, що дохідність більше ніж на 90 % визначається схемою розміщення активів і менш ніж на 10 % – вибором конкретних фінансових інструментів. Більше того, встановлено, що під час розміщення коштів у різні класи інструментів більшою мірою скорочується вплив ризику порівняно з їх вкладенням в одну (певну) категорію активів.

Розміщення активів може бути фіксованим, стратегічним, динамічним і тактичним.

Розміщення з фіксованою структурою портфеля означає, що в кожній з категорій активів (як правило, їх кількість становить від 3 до 5) розміщується фіксована частина портфеля. Наприклад, якщо є чотири категорії активів, такі як акції, облігації, короткострокові цінні папери і нерухомість, то розміщення за фіксованою схемою могло бути таким, що наведено у табл. 14.4. За такого підходу питомі співвідношення залишаються незмінними в часі, тобто фіксованими. Але ринкова вартість портфеля врешті-решт може змінюватися, його склад може коригуватися щорічно або у випадку серйозних ринкових зрушень для збереження бажаних фіксованих пропорцій.

Таблиця 14.4

Розміщення активів з фіксованою структурою портфеля

Категорія	Розміщення, %
Акції	30
Облігації	50
Короткострокові цінні папери	5
Нерухомість	15
Разом портфель	100

Стратегічне розміщення ресурсів є рішенням про розміщення ресурсів на тривалий період. При цьому інвестор прагне знайти найбільш прийнятний набір довгострокових «нормальних» активів, що має забезпечувати йому ідеальну комбінацію контрольованого ризику і максимально можливої дохідності. Варто пам'ятати, що найбільш перспективні з погляду одержання стійких доходів стратегії є одночасно і найбільш ризикованими.

І навпаки, найбільш безпечні стратегії відрізняються тим, що пропонують досить низькі доходи. Балансування між цими суперечними один одному цілями і формує стратегією (чи політику) розміщення ресурсів.

Для прикладу, початкове і скориговане розміщення активів могло б базуватися на такій системі гнучкого зважування (табл. 14.5):

Таблиця 14.5

Стратегічне розміщення активів

Категорія	Початкове розміщення, %	Скориговане розміщення, %
Прості акції	30	40
Облігації	50	50
Короткострокові цінні папери	5	10
Нерухомість	15	0
Разом портфель	100	100

Однак навіть за незначного коригування стратегії розміщення ресурсів є безліч чинників, які повинен врахувати інвестор. Наприклад, *які* ризики і *який* дохід повинні розглядатися при визначенні стратегії інвестування? Для інвестора з коротким інвестиційним горизонтом і необхідністю збереження капіталу (наприклад, депозитної установи) прийнятне визначення ризику буде значно відрізнятися від такого ж визначення, що застосовується для інвестора з довгим інвестиційним горизонтом (наприклад, пенсійного фонду). Розбіжність оцінок стратегії полягає в тому, що найменш ризикована стратегія для інвестора з коротким інвестиційним горизонтом може виявитися найбільш ризикованою для інвестора з довгим горизонтом.

Під час оцінки стратегії розміщення коштів інвестор має у своєму розпорядженні велику кількість різних допоміжних методик для обґрунтування відповіді на запитання, чи потрібно використовувати оптимізаційні методи з різними «обмеженнями» ризику дефіциту за стратегічного вибору основних видів активів; як зміниться стратегічний набір активів залежно від різних умов

інвестування? Ці питання можуть і повинні бути розглянуті за вибору рішення про довгострокове розміщення коштів.

Деякі стратегії, що конкурують з традиційними і з'явилися порівняно недавно, називаються ***динамічними***, або ***адаптивними стратегіями***, тобто йдеться про стратегії, що обумовлюють «автоматичну» зміну набору активів відповідно до змін у стані ринку. Найбільш відомим методом щодо цього є портфельне страхування. Воно спрямоване на побудову портфеля, а потім за необхідністю його коригування таким чином, щоб, забезпечуючи базовий (чи мінімальний) рівень дохідності, зберігати потенціал його зростання.

Динамічні стратегії можуть застосовуватися для розв'язання завдань, що виходять за рамки простого портфельного страхування, незважаючи на його потенційні переваги. Завдяки динамічним стратегіям інвестиційний менеджер має можливість змінити загальну структуру розподілу доходів через контроль співвідношення типів активів, рівня ризику зниження дохідності, мінливості надлишку, і зрештою привести структуру розподілу доходів до такого вигляду, який, на його думку, буде найбільш прийнятним. Динамічні стратегії відрізняються своєю механістичною природою і значним впливом на стратегічне розміщення ресурсів. Механістичними їх називають через тісний зв'язок, коли зміна на ринку капіталів безпосередньо відображається на портфелі активів.

Подібні стратегії спрямовані на розміщення ресурсів, особливо для тривалих періодів, коли не визначені майбутні зміни ринкових умов. Портфельне страхування притаманне більшою мірою поміркованим інвесторам, які віддають перевагу акціям зростання. Воно може також переслідувати спекулятивну стратегію – пропонування захисту інвесторам їхніх активів через продаж страхових полісів. Очевидно, що подібні стратегії значно підвищують гнучкість управління інвестиціями і значною мірою поліпшують контроль за станом портфеля, а також дають можливість для його періодичного удосконалення.

Стратегічне розміщення ресурсів потребує періодичного контролю (моніторингу) відхилень від «нормального» набору активів. Сформований набір довгострокових активів складається у

такій пропорції: 60 % акцій і 40 % цінних паперів з фіксованим рівнем доходу. За деяких обставин може допускатися певне відхилення від цього відсоткового співвідношення. Якщо рішення про відхилення від співвідношення ґрунтується на основі строгих об'єктивних критеріїв оцінки активів, то воно, зазвичай, є ***тактичним розміщенням ресурсів***. Не можна говорити, що воно являє собою єдину, чітко визначену методику, оскільки все залежить від намірів інвестора або інвестиційного менеджера.

Концептуальною проблемою розміщення ресурсів є визначення термінів утримання окремих видів цінних паперів у складі портфеля. Так, з одного боку, динамічне розміщення ресурсів передбачає вибір основних видів активів на довгострокову перспективу. Водночас середньостроковий вибір структури портфеля також спрямований на отримання вигоди в певному динамічному просторі. Проте під цим терміном розуміють агресивні стратегії розміщення ресурсів. Саме поняття «добір нормальних активів» передбачає певну стабільність, якої не можна досягти на практиці. Зміна очікувань інвестора щодо ризику, а також його терпимості (толерантності) до можливих змін його рівня призводить до зміни в стратегічному виборі нормальних активів. Важливіше всього знати, який з елементів ухвалення рішення з розміщення ресурсів обговорюється в якому контексті вживаються слова «розміщення ресурсів». На рис. 14.4 приводиться термінологія щодо розміщення ресурсів.

У широкому розумінні тактичне розміщення ресурсів – це стратегія, метою якої є поліпшення результатів використання портфеля шляхом зміни співвідношень у складі активів адекватно мінливим умовам одержання доходу на ринку капіталів. При цьому використовуються методи оцінки дохідності різних типів активів і вибору їх розміщення з метою одержання більш високих доходів. У різних способах тактичного розміщення ресурсів застосовуються різні інвестиційні горизонти і різні механізми оцінки прийнятого рішення. Вони заслуговують на більш детальний розгляд.

Так, під тактичним розміщенням ресурсів може розумітися як середньостроковий, так і короткостроковий процес. Одні тактичні

стратегії засновані на оцінці відносної привабливості найважливіших класів активів, що беруть участь у глобальних (довгострокових) оборотах акцій і облігацій, інші – за своєю природою більш короткострокові і спрямовані на оцінку привабливості активів, що обертаються в коротші терміни. Процеси тактичного розміщення ресурсів мають кілька загальних властивостей.

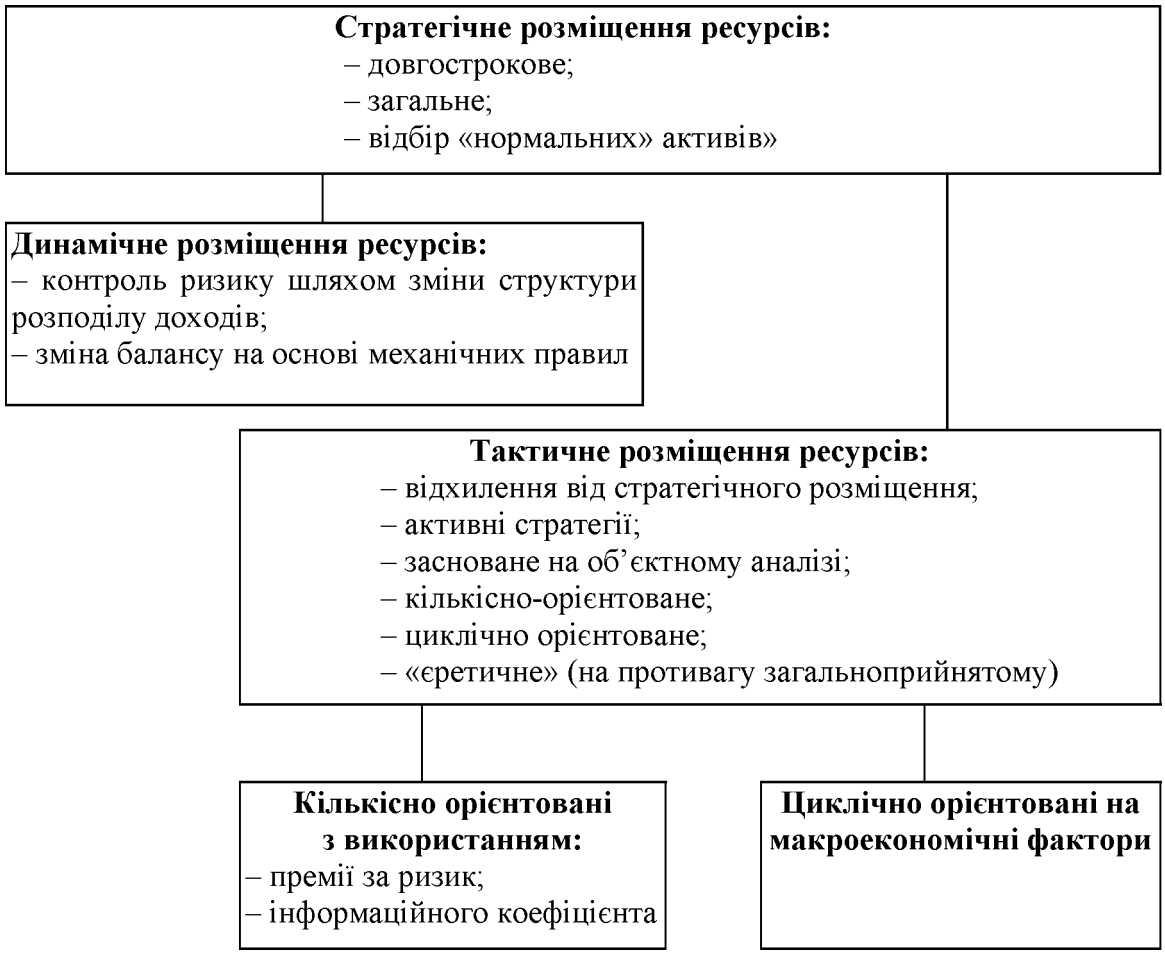


Рис. 14.4. Розміщення ресурсів

По-перше, ці види стратегій є досить об'єктивними і ґрунтуються на аналітичних методах, наприклад регресійному аналізі чи екстраполяції. По-друге, обидві стратегії основну увагу приділяють об'єктивним оцінкам прогнозованих величин – характеристикам класу активів. Інвестори знають дохідність грошового ринку і дохідність до погашення довгострокових облігацій, а рівень дохідності ринку за акціями надто прогнозований. Використання цих об'єктивних оцінок інвестиційного доходу дозволяє застосовувати кількісно орієнтовані методи розміщення ресурсів.

Тактичне розміщення полягає у придбанні активів після зниження цін на них і продаж – після зростання. У цьому міститься певне протиріччя, яке полягає в тому, що на момент оцінки найкращу перспективу одержання доходу має клас активів, який перебуває в найгіршому становищі. При цьому стратегія тактичного розміщення вимагає спрямування інвестицій у непопулярні типи активів. Оцінка цих активів дає можливість врахувати їхню «непривабливість» сьогодні, але й очікувати в майбутньому винагороду (премію за ризик). Саме в цьому полягає ефективність методу тактичного розміщення ресурсів.

За деякими оцінками, на початку 1991 р. більше 42 млрд дол. США перебувало в управлінні менеджерів, які застосовують стратегії тактичного розміщення ресурсів.

Основна розбіжність у зміні складу активів портфеля при тактичному і динамічному розміщенні полягає в такому: тактичне розміщення ресурсів спрямоване на збільшення дохідності за рахунок вкладення коштів у ті типи активів, для яких застосовуються об'єктивні оцінки рівня дохідності порівняно з іншими класами активів. При цьому профіль ризику портфеля (характеристики ризику обраних класів активів) може значно змінитися при перерозподілі коштів з метою досягнення найбільшої дохідності. У свою чергу, за динамічного розміщення ресурсів основна увага приділяється контролю ризику дефіциту шляхом перерозподілу коштів. Для обох стратегій розміщення ресурсів існує спеціальний порядок, що визначає, в який момент і в якому обсязі перерозподіляти кошти між різними типами активів.

Існує широкий діапазон методів тактичного розміщення ресурсів. Деякі з них засновані на простому порівнянні доходів. Метою інших є підвищення своєчасності і достовірності рішень, прийнятих на основі макроекономічних показників, мір мінливості і навіть деяких показників технічного аналізу. Причому як недооцінені акції можуть ще більше знизитися в ціні, так і вартість недооціненого класу активів може ще більше знизитися. Інвестор, який купує певний актив відразу ж після зниження ціни, одержує більш низькі результати порівняно з інвестором, який купує актив того ж класу незадовго до того, як ціна на нього починає зростати.

Узагальнено моделі тактичного розміщення ресурсів можна розділити на такі три групи: 1) оціночні стратегії; 2) циклічні стратегії; 3) комбінація першої і другої стратегій.

Оціночні стратегії. У загальному випадку класи активів, що вважаються дорогими, повинні бути продані, а ті, які вважаються дешевими, – куплені. Але дилема полягає в тому, як визначити, чи є актив дорогим чи дешевим. Мета оціночних стратегій полягає в знаходженні відносної вартості класу активів.

Для визначення моменту купівлі-продажу оціночною стратегією пропонується метод премій за ризик, або метод спреда. Якщо очікувана дохідність акцій щодо дохідності облігацій вище за звичайний рівень, то більша частина коштів вкладається в акції, якщо ж дохідність акцій щодо облігацій нижче за цей рівень, то в акції вкладається менша частина коштів. Існує кілька способів визначення очікуваної дохідності для різних класів активів. У випадку облігацій очікувана дохідність дорівнює дохідності до погашення довгострокових казначейських облігацій, а для грошових інструментів – дохідності короткострокових казначейських векселів. Прогнозування очікуваної дохідності акцій є більш складною проблемою. Для цього необхідно визначити ставку дисконтування фондового ринку, тобто майбутню вартість капіталу.

Циклічні стратегії. Цей підхід випливає з передумови про наявність тісного зв'язку між змінами ціни акцій і дохідністю облігацій, обумовленої дією макроекономічних факторів. Наприклад, змінам стану фондового ринку, як правило, передують зміни економічної кон'юнктури. Прихильники цієї стратегії прагнуть виділити один чи більше загальноекономічних чинників, які можна використовувати як «пріоритетні» індикатори руху фондового ринку. Як правило, цей підхід використовується при ретроспективному аналізі для побудови циклічних індексів акцій і облігацій.

Як і у випадку з динамічним розміщенням ресурсів, не існує однозначного рішення щодо того, чи може тактичне розміщення ресурсів забезпечити підвищену дохідність з урахуванням ризику й операційних витрат.

Важливою проблемою є питання про можливість прогнозування дохідностей для ринку акцій і облігацій. У літературі наводяться

емпіричні свідчення стосовно того, що ці дохідності можна передбачати для довгострокових інвестиційних горизонтів. Що стосується коротких часових інтервалів, такі прогнози також мають місце, однак з меншим ступенем точності.

Крім схеми розміщення активів, формування інвестиційної політики передбачає врахування обмежень, які накладаються органами державного регулювання і клієнтами. Прикладом обмежень з боку перших слугує перелік дозволених класів активів, в які інвестор, переважно фінансовий інститут, може інвестувати свій капітал. Наприклад, в Україні законодавчо визначені переліки і нормативи вкладень для банків, страхових компаній, інститутів спільного інвестування і недержавних пенсійних фондів з урахуванням специфіки діяльності кожного інституту. Щодо обмежень, які накладаються клієнтом, то він може задати рівень диверсифікації і безпеки, тобто обмежити частку коштів, які розміщуються у певних класах активів або активах певних емітентів.

Портфельна стратегія повинна відповідати цілям інвестора та обраній інвестиційній політиці. Виходячи зі специфіки роботи інвесторів на фінансовому ринку і практики стратегічного управління, інвесторів можна класифікувати на стратегічних і портфельних.

Стратегічні інвестори ставлять за мету отримання можливості впливу на функціонування акціонерного товариства, а не прибутку від володіння акціями.

Ступінь впливу на діяльність акціонерного товариства залежить від кількості акцій, якими володіє інвестор. Стратегічний інвестор зацікавлений у придбанні достатньо великого пакета акцій (як мінімум, 25 %), щоб успішно впливати на стратегічно важливі рішення, пов'язані зі зміною статуту товариства.

При взаємодії з акціонерним товариством стратегічні інвестори вирішують певні завдання. Першочерговим їхнім завданням є отримання повного контролю над компанією, а коли він отриманий, висуваються інші завдання, обумовлені тими цілями, заради яких стратегічні інвестори купували компанію. Основною метою при цьому є отримання прибутку. Її можна досягнути, використовуючи різні способи, серед яких основними є такі:

1) здійснення ефективного управління підприємством, модернізація його технологічного процесу і випуск нової, конкурентоспроможної продукції (*стратегія ефективного власника*). Прибуток у цьому разі обумовлений виробничою діяльністю придбаної компанії.

Основний дохід інвестора є довгостроковим і утворюється у результаті господарської діяльності підприємства. Тому для здійснення цієї стратегії необхідні значні ресурси не тільки на придбання контрольного пакета акцій, але і на розвиток емітента;

2) підвищення інвестиційної привабливості цінних паперів компанії. Цей спосіб тісно пов'язаний з попереднім, хоча повністю ним не обумовлений. Початок реалізації перспективних інвестиційних проектів призводить до зростання курсової вартості цінних паперів товариства, надаючи власнику акцій можливість продати їх за більш високою ціною, не очікуючи кінцевих результатів реалізації перспективних інвестиційних проектів. Саме цю стратегію обирають венчурні фонди для фінансування інноваційного бізнесу;

3) дроблення придбаного акціонерного товариства на більш дрібні компанії. При цьому власник має можливість виділити економічно збиткові компанії і здійснити їх банкрутство. Зосередивши зусилля на прибуткових компаніях і покращуючи їх фінансово-економічний стан, стратегічний інвестор підвищує курсову вартість акцій цих компаній і має можливість продати належні йому цінні папери, отримуючи прибуток на курсовій різниці;

4) здійснення процедури банкрутства придбаної компанії. У цьому випадку прибуток стратегічним інвестором може бути отриманий з інших джерел: або процедурою банкрутства усунений конкурент, або використане вигідне місцезнаходження придбаної компанії (звільняється місце після його банкрутства) тощо.

При подальшому розгляді дій стратегічного інвестора на ринку цінних паперів особлива увага приділяється першому способу реалізації його економічних цілей. Розглянемо дії стратегічного інвестора на ринку у тому випадку, якщо він придбав акції підприємства для цілей його ефективного управління, модернізації і розвитку виробництва.

Такий вибір обумовлений тим, що другий спосіб реалізації економічних інтересів стратегічного інвестора близький до першого. І в тому, і в іншому випадку інвестор підвищує інвестиційну привабливість компанії. Четвертий спосіб – доведення компанії до банкрутства – в українських умовах є неактуальним, оскільки більшість підприємств в Україні близькі або вже перебувають у цьому стані. Щодо третього способу реалізації економічних інтересів стратегічного інвестора, то він являє собою комбінацію другого і четвертого.

Вирішуючи питання підвищення економічної ефективності товариства, стратегічний інвестор може за допомогою методів фінансового ринку вирішити ряд завдань, основними з яких є:

1. Залучення грошових коштів для реалізації інвестиційних проектів. Це може бути емісія акцій, облігацій або інших боргових інструментів.

2. Оптимізація фінансових потоків у технологічному циклі роботи емітента. Одним із способів оптимізації є випуск векселів.

3. Створення позитивного іміджу з використанням можливостей ринку цінних паперів. Для цього необхідно створення ліквідного ринку та підвищення капіталізації компанії.

4. Збереження та посилення контролю над компанією, її дочірніми і залежними організаціями.

Перші три завдання збігаються з тими, які ставить перед собою емітент при організації роботи на ринку цінних паперів. Четверте є специфічним завданням стратегічного інвестора, яке він може вирішити за допомогою можливостей ринку цінних паперів. Однак це завдання можна було сформулювати так: збереження і посилення контролю над компанією, що, по суті, є реалізацією концепції економічної безпеки стратегічного інвестора.

Для ***портфельного інвестора*** характерним є те, що у нього відсутній інтерес до непрямих доходів (його цікавлять лише можливості одержання дивідендів або відсотків і зростання ринкової вартості цінних паперів); відсутня орієнтація на довгострокове володіння цінними паперами; належні йому акції не дають можливості мати сильні позиції у системі влади акціонерного товариства.

Зазвичай портфельні інвестори є інституційними інвесторами, які формують портфель фінансових інструментів, базуючись на фундаментальному прогнозі поведінки їх котирувань у довгостроковому і короткостроковому аспекті, а потім управляють цим портфелем (продають і купують інструменти). Такими інвесторами зазвичай виступають банки, інститути спільного інвестування, страхові компанії та пенсійні фонди.

При цьому, виходячи з бажання піддавати свій капітал ризику, портфельних інвесторів поділяють на три основні типи – консерватор, поміркований інвестор та агресор (у світовій практиці диференціація інвесторів більш детальна: консервативні, поміркувано-агресивні, агресивні, досвідчені, гравці (вишукані).

Консервативні інвестори. Одним завданням консервативного інвестора є надійність вкладень, зведення ризику до мінімуму. При цьому віддача вкладених коштів може бути мінімальною. Серед усіх видів цінних паперів він віддає перевагу акціям відомих фірм, облігаціям, державним цінним паперам, банківським депозитним сертифікатам. Портфель, що складається з таких інструментів, є консервативним.

Безумовно, можна мінімізувати ризик, але запобігти йому абсолютно нереально. Кожний суб'єкт фінансового ринку ризикує, і це є неминучим. Існує певна залежність між доходом і ризиком інвестування (рис. 14.5). Відрізок 1 характерний для консерватора (найменший ризик і, відповідно, найменший дохід).

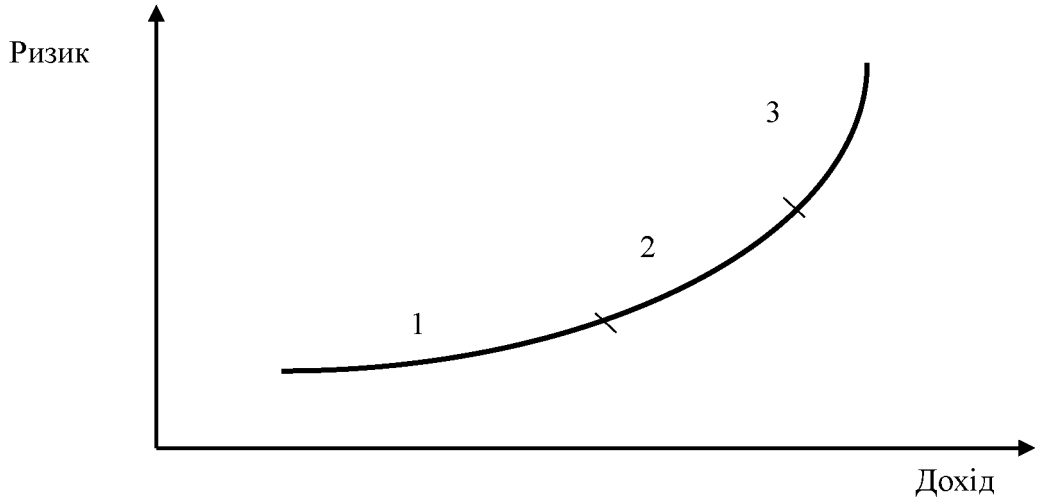


Рис. 14.5. Залежність між доходом і ризиком при інвестуванні

Агресивні інвестори. Такі інвестори намагаються отримати максимальні доходи. У своїй інвестиційній тактиці агресори передбачають перспективне зростання курсу фінансових інструментів і формують *портфель зростання*, що складається з об'єктів інвестування з великим ризиком. У формуванні портфеля перевага віддається спекулятивним акціям, акціям зростання, опціонам, вкладанням коштів у взаємні фонди.

Щодо поведінки агресивного інвестора, то треба зазначити, що прогнозування динаміки фінансового ринку є надто складним завданням. Крім того, найбільший потенціал зростання курсу існує у венчурному бізнесі, тобто у сфері, що найменше піддається прогнозуванню і характеризується найвищим ризиком.

Відрізок 3 (рис. 14.5) відображає ситуацію в інвестуванні, коли можливість одержання найбільших доходів пов'язана з максимальним ступенем інвестиційного ризику.

Ризикована практика більш характерна для спекулянтів фінансового ринку. Звичайно, назвати спекулянтів інвесторами можна з певною часткою наближення, тому що строк, на який вони вкладають грошові кошти в будь-який фінансовий інструмент, обчислюється днями, якщо не годинами. Однак вони забезпечують ліквідність ринку, беручи на себе значну частину ризиків здійснення операцій і створюючи умови для роботи інституційних інвесторів.

Поміркувані інвестори. Інвестори такого типу отримують середні доходи при середніх ризиках (відрізок 2 рис. 14.5). Можна вважати, що це проміжний тип між консервативним і агресивним інвестором. Тактика поміркованого інвестора має менш спекулятивний характер порівняно з агресором. Він формує *портфель доходу*, що включає акції з високими дивідендами, привілейовані акції, акції з високим рейтингом, «блакитні фішки».

Згідно з розробленою стратегією інвестор прагне оптимізувати свій портфель таким чином, щоб забезпечити досягнення всіх стратегічних цілей шляхом пошуку найбільш прийнятних сполучень усіх чинників. Найважче оптимізувати такі цілі, як дохідність і ризик, адже найбільш дохідне інвестування водночас є найбільш ризикованим.

Найбільш дохідними вважаються прості акції молодих компаній, які здійснюють ризиковані проекти, проте за успішного збігу обставин гарантують високий дохід. Таким чином, вибір певних цінних паперів або інших активів залежить, у свою чергу, від мети інвестора, проте головною метою будь-якого інвестора буде оптимальний варіант формування портфеля різних активів.

Інституційні інвестори здебільшого дотримуються консервативної або поміркованої тактики. Однак щодо компанії, цінними паперами якої володіє інституційний інвестор, його тактика полягає у підвищенні курсової вартості її цінних паперів. Для реалізації цієї тактики інституційному інвестору необхідно мати можливість впливати на прийняття стратегічних рішень компанією, яке призвело б до зростання її інвестиційної привабливості. Досягненню такої мети сприяють зважені дії інституційного інвестора на загальних зборах акціонерів.

На вибір стратегії дуже впливає тип управління – пасивний або активний.

Пасивне управління є характерним для більшості інституційних інвесторів і має такі ознаки:

1. Інвестиції в більшості випадків мають довгостроковий характер.

2. Відсутність значних оборотів за операціями купівлі-продажу фінансових інструментів.

3. Високий рівень диверсифікації, коли можна з високою точністю розрахувати дохідність, ризик і ліквідність.

4. Відносна в'ялість операцій з цінними паперами. Найбільш розповсюдженим стилем пасивного управління є *стратегія «купив-і-тримай».* Тут потрібно брати до уваги, що ефективність цієї стратегії значною мірою залежить від рівня оцінки цінних паперів і обраного періоду часу.

За купівлі фінансових інструментів необхідним є надзвичайно ретельний вибір часу здійснення угоди (рис. 14.6).

Ціна фінансового інструменту, як правило, з роками здійснює циклічний рух з тенденцією зростання. Якщо він купується у момент *A* і продається у момент *D*, то виграш буде незначний,

оскільки точки *A* і *D* розташовані на одній лінії (у нашому випадку лінії зростання). Таким чином, це максимальні значення двох коливань. І необхідно чекати більше трьох років, перш ніж вдасться повернути вкладений капітал. Якщо купити у точці *A*, а продати у точках *B* і *C*, то інвестор втратить частину свого капіталу. Найкраще купити у точці *C* і продати у точці *D*. Для цього потрібно три роки не купувати акцію, а через три роки її купити і через півроку – продати. Отже, можна зробити висновок, що вміння чекати і розраховувати свої дії є основною запорукою успіху.

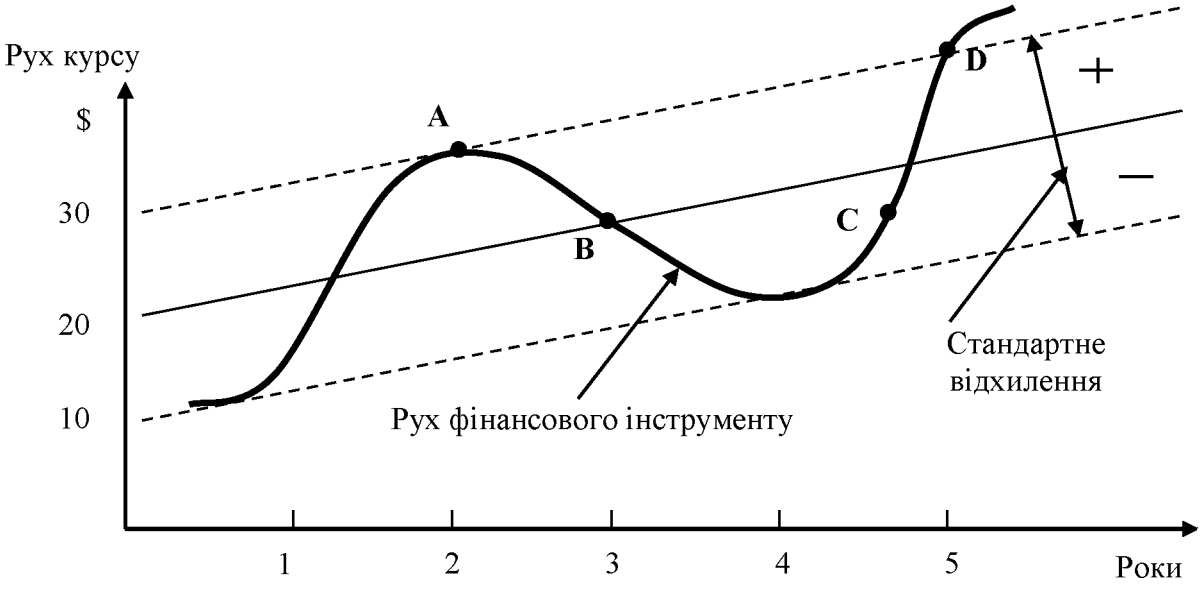


Рис. 14.6. Динаміка курсу фінансового інструменту

Інший різновид стилю пасивного управління – це *стратегія індексного фонду.* Вона базується на тому, що структура портфеля має бути адекватною руху обраного фондового індексу, що характеризує стан усього фінансового ринку. Види фінансових інструментів та їх частка визначаються у такий самий спосіб, що й підрахунок індексу. Основним завданням інвестора є відтворення у своєму портфелі структури ринку з періодичним його коригуванням принаймні через півроку або рік. При цьому управління здійснюється через уточнення відхилення структури портфеля від структури індексу.

За пасивного управління загальне співвідношення змінюється, коли змінюються вимоги клієнта; рівень безризикової ставки;

загальні прогнози стану ринку та дохідності вихідного портфеля. Менеджер повинен слідкувати за останніми двома змінними та цікавитись думкою клієнта щодо першої змінної.

Щодо ***активного управління***, то воно передбачає спекуляції на майбутніх відсоткових ставках, надання дилерських послуг і постійні котирування цін покупця і продавця.

Основними ознаками активного управління є: 1) ретельний моніторинг ринку, оперативне придбання фінансових інструментів; 2) активна гра на підвищення з недооціненими активами і на зниження з переоціненими; 3) великі обороти за операціями купівлі-продажу фінансових інструментів; 4) низький рівень диверсифікації; 5) висока концентрація окремих високоризикових фінансових інструментів.

Як правило, активні менеджери мають власні прогнози, оскільки прогнози ризику і очікуваної дохідності можуть відхилятись від загальної думки. Одні менеджери можуть бути налаштовані як «бики», інші – як «ведмеді» порівняно з загальною думкою щодо певного цінного папера. Перші можуть тримати цінні папери в пропорції, що більша за нормальну середньозважену, а інші – в пропорції, що менша за нормальну.

Портфель доцільно формувати з урахуванням двох компонентів: 1) вихідного портфеля; 2) відхилень від вихідного портфеля, який слід використовувати за результатами уточненої оцінки фінансових інструментів. Наприклад, портфель можна представити за такою структурою (табл. 14.6).

Таблиця 14.6

Активне управління портфелем фінансових інструментів

Найменування фінансового інструменту	**Питома вага в дійсному портфелі**	**Питома вага в ринковому портфелі**	**Активна позиція**
1	2	3	4
S1	0,30	0,45	-0,15
S2	0,20	0,25	-0,05
S3	0,50	0,30	+0,20
	1,00	1,00	0,00

Реквізити другої колонки характеризують справжню питому вагу папера для портфеля з активним управлінням. У третій колонці вказана питома вага папера у вихідному портфелі, який склався за загальною оцінкою і є найбільш прийнятним для пересічного інвестора в сучасних умовах ринку. *Активні позиції* можуть бути представлені як різниця між питомою вагою фінансового інструменту в дійсному та вихідному портфелях. Ця різниця виникає через те, що активний менеджер не згодний із загальним прогнозом щодо очікуваної дохідності та ризику. Якщо врахувати ці розбіжності, то дійсний портфель можна розглядати як інвестування у вихідний портфель і одночасне укладання серій парі на користь одних фінансових інструментів (таких, як *S3*) або проти інших (таких, як *S1 і S2*). Звернемо увагу на те, що парі «збалансовані» таким чином, що позитивні парі точно перекривають негативні.

Таким чином, інвестиційному менеджеру, який дотримується активного управління, необхідно робити прогнози щодо очікуваної дохідності і ризику всіх доступних фінансових інструментів. Це дозволить йому інвестувати в ті інструменти, що формують близький до оптимального портфель.

У світовій практиці широкого застосування набула методика інвестиційних стилів при формуванні портфелів фінансових інструментів (рис. 14.7).

Процес ***вибору фінансового інструменту***, що складається з одного етапу, зображений на рис. 14.7 (а). На практиці так роблять рідко, оскільки це пов'язано із занадто високими витратами щодо детальних прогнозів очікуваної дохідності і ризику для всіх фінансових інструментів, що розглядаються окремо, але об'єднуються в портфель, тому для прийняття рішення про придбання тих або інших фінансових інструментів доцільно поділити цей процес на два або більше етапів.

На рис. 14.7 (б) подана двохетапна процедура прийняття рішення щодо інвестування коштів клієнта в прості акції та облігації підприємств. За такою схемою показники очікуваної дохідності і ризику прогнозуються для всіх акцій, що розглядаються. На наступному етапі формується ефективна множина і оптимальний портфель облігацій. Процес вибору фінансового інструменту, що використовується щодо кожного з цих двох *класів активів,*

прийнято називати «короткозорим», оскільки це означає, що при складанні двох оптимальних портфелів не враховується коваріація між простими акціями й облігаціями підприємств.

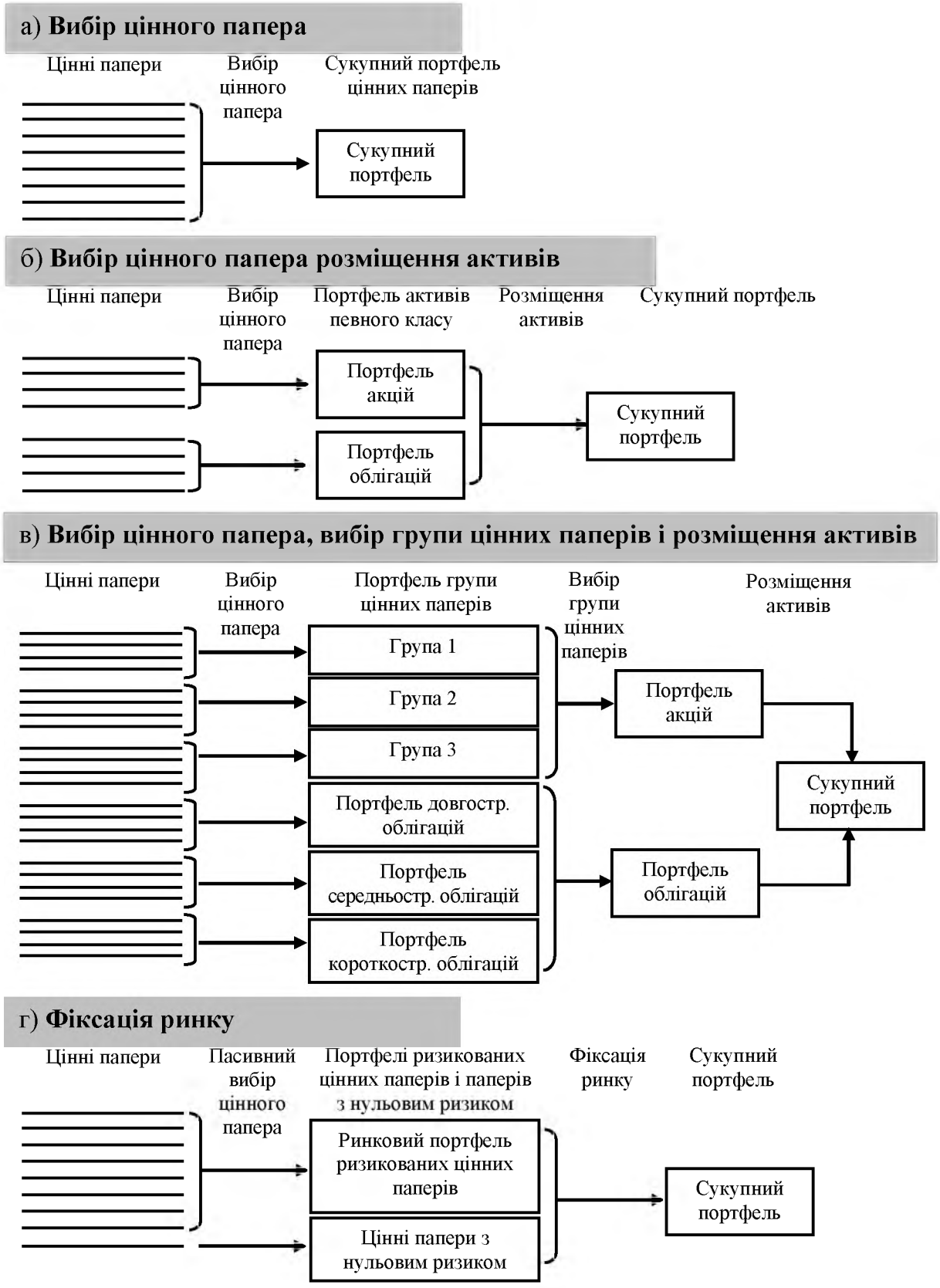


Рис. 14.7. Інвестиційні стилі

Незважаючи на те, що в наведеному прикладі розглядається два класи активів – акції та облігації, варто зазначити, що кількість класів активів може бути значно більшою. Наприклад, до інвестиційного портфеля можуть бути залучені інструменти грошового ринку, акції та облігації зарубіжних емітентів, нерухомість тощо.

Двохетапний процес може бути розширений, якщо ввести групи паперів (іноді їх називають секторами). На рис. 14.7 (в) представлено три етапи. На першому етапі, що має назву «вибору цінного паперу», інвестиційний менеджер виділяє групи фінансових інструментів у кожному класі активів. Після цього він формує оптимальний портфель для кожної з цих груп за такою схемою: до класу простих акцій інвестиційний менеджер відносить усі акції промислових компаній (перша група), всі акції комунальних компаній – до другої групи, акції транспортних компаній – до третьої групи. У класі облігацій виділяються групи довго-, середньо- і короткострокових облігацій. У результаті інвестиційний менеджер сформував шість оптимальних портфелів, що поєднують певну групу активів.

На другому етапі трьохетапного процесу, відомого як ***вибір груп цінних паперів***, інвестиційний менеджер визначає прийнятну комбінацію груп всередині кожного класу активів. Наприклад, менеджер вирішив, що прийнятна комбінація складається із 70 % акцій промислових компаній, 10 % акцій комунальних компаній і 20 % акцій транспортних компаній. Аналогічно менеджер вважає, що прийнятна комбінація облігацій складається на 100 % з довгострокових цінних паперів і не включає середньо- і короткострокові облігації. Таким чином, на цьому етапі менеджер визначає склад оптимальних, на його думку, портфеля акцій і портфеля облігацій, але ще не встановив, яку частину коштів він розмістить у кожній з них.

На третьому, завершальному етапі менеджер здійснює розміщення коштів (активів) і визначає співвідношення між портфелями акцій і облігацій, тобто формує сукупний портфель (рис. 14.7 (б).

Активне або пасивне управління можна здійснювати на будь-якому етапі формування портфеля. Наприклад, щодо окремих фінансових інструментів можна укладати *активні парі,* але при цьому розміщувати кошти за класами активів, виходячи із загальної думки про довгострокові прогнози очікуваної дохідності. У цьому випадку інвестиційний менеджер може вирішити в довгостроковій перспективі скласти комбінацію з 75 % акцій і 25 % облігацій. Однак залучення окремих акцій і облігацій до інвестування час від часу змінюватиметься в процесі уточнення прогнозів самого менеджера.

Водночас пасивні портфелі деяких фінансових інструментів, що сформовані за прогнозами дохідності певних класів, можуть відрізнятись від тих, які були використані за активного розміщення коштів в окремі класи активів.

На рис. 14.7 (г) представлено стиль, який у світовій практиці одержав назву ***«фіксація ринку»***. Він передбачає єдине активне рішення щодо розподілу коштів між типовим ринковим портфелем (зазвичай він складається або з акцій, або з довгострокових облігацій) і активами з нульовим ризиком, такими як державні облігації. Інвестиційний менеджер, який застосовує цей стиль, змінює співвідношення ризикових і безризикових активів у портфелі, виходячи з власних прогнозів ризику й очікуваної дохідності ринку порівняно з безризиковою ставкою, незважаючи на прогнози і прагнення клієнта.

Як з'ясовано вище, інвестиційні менеджери, які укладають активні парі щодо окремих цінних паперів, слідують *стилю вибору фінансових інструментів.* Ті ж, хто робить ставку на певні класи активів, дотримується стилю розміщення активів, різновидом якого і є стиль «фіксація ринку». Нарешті, інвестиційні менеджери, які роблять ставку на певні групи фінансових інструментів, використовують *стиль вибору груп фінансових інструментів.* Деякі менеджери застосовують чистий ***інвестиційний стиль***, що означає використання в основному одного з трьох вказаних вище стилів. Інші застосовують різні комбінації стилів, що ускладнює можливість їхнього чіткого визначення та класифікації.

Інвестиційні стилі відповідають сучасній портфельній теорії, проте для їхнього застосування можна використовувати й інші новітні технології. Наприклад, згідно із сучасною портфельною теорією оптимальний портфель акцій (рис. 14.7 (б) визначається на основі прогнозів показників очікуваної дохідності, стандартного відхилення і коваріації в поєднанні з кривими байдужості. Після його знаходження управляючий портфелем визначає розміри інвестицій в окремі види простих акцій. Водночас пошук такого портфеля можна здійснити іншими діями. Нерідко це відбувається з використанням більшою мірою якісних і меншою мірою формальних параметрів.

Крім активного і пасивного управління, існує також ***структурне управління***, яке використовується зазвичай під час формування портфеля облігацій. Воно допомагає сформувати портфель з урахуванням співвідношення майбутнього потоку надходжень від інвестицій і платежів за зобов'язаннями.

Щодо використання активного та пасивного управління в світовій практиці не існує єдиної точки зору. Застосуванню активної стратегії перешкоджає брак кваліфікованих менеджерів, особливо в країнах, де тільки формується ринкова економіка. Разом із тим досвід розвинених країн свідчить, що вибір пасивної стратегії обумовлюється зовсім не відсутністю менеджерів і навіть не втручанням регулюючих органів в інвестиційний процес, а розвитком ринку цінних паперів, коли саме пасивне управління набуває нових рис і переваг.

До середини 60-х рр. XX ст. вважалось, що інвестори повинні знайти і використовувати недооцінені цінні папери, а концепції широкої диверсифікації і пасивного управління на практиці не використовувалися. Після появи портфельної теорії *Г. Марковіца* ситуація змінилася так, що різні академічні дослідження висунули тезу про неефективність активного управління, та й самі інституційні інвестори зрозуміли недоцільність його використання. Якщо ринкові зміни роблять портфель інвестицій неадекватним інвестиційним цілям, то його потрібно змінювати, незалежно від того, який тип управління ним використовується. Через

це пасивне управління можна розглядати як варіант активного. Водночас, незважаючи на швидке зростання активів, що управляються пасивними інвестиційними менеджерами, багато великих інституційних інвесторів, наприклад пенсійні фонди, користуються послугами як пасивних, так і активних менеджерів.

Щодо індивідуального інвестора, то формування його портфеля цінних паперів пов'язане передусім з реалізацією інвестиційної тактики і ментальністю інвестора. Яким чином буде поводити себе людина, яким фінансовим інструментам віддасть перевагу, здебільшого залежить від характеру людини, яка розпоряджається коштами, від її індивідуальних характеристик. Проте не менш важливу роль у цьому відіграє також і величина грошових коштів, якою людина оперує, і цілі, які вона переслідує.

Щоб ліквідувати ризик та максимізувати дохід, інвестор повинен мати власні характеристики, які допоможуть досягти мети.

Концепція сильного фінансового стану. Інвестор повинен мати: 1) відповідне страхування; 2) план придбання будинку або свій будинок; 3) кредити на придбання речей короткострокового та довгострокового користування; 4) відповідні заощадження та чекові рахунки.

Становище і звички інвестора. Молода людина більш енергійно приймає рішення щодо придбання ризикових і спекулятивних цінних паперів.

Вік інвестора. Більшість молодих інвесторів (яким 20–30 років) перевагу віддають інвестиціям, що орієнтовані на зростання. Часто вони не мають великої суми для інвестування, і тому курсові доходи вважаються найшвидшим способом накопичення капіталу для інвестування.

Коли інвестори наближаються до середнього віку (45 років і більше), потреби і платоспроможність сім'ї зазнають великих змін, і те саме відбувається з підходом до інвестування. Використовуються інструменти, що орієнтовані на якість зростання, більше уваги надається поточному доходу як важливому джерелу надходжень.

Нарешті, інвестор вступає у пенсійний вік, де принципового значення набуває збереження капіталу і поточного доходу. Надійний і високий рівень доходу набуває першочергового значення. Інвестиційний портфель стає досить консервативним, тому що більше грошей розміщується на різноманітних депозитних рахунках і у взаємних фондах ринку грошей. Це пояснюється тим, що інвестор на цьому етапі ставить за мету жити якомога комфортніше, не замислюючись про інвестиції і отримуючи плоди заощаджень й інвестицій, які були зроблені упродовж життя.

Сімейний стан і родинні обов'язки. Особа, яка має сім'ю, повинна рахуватися з фізичними потребами чи витратами на освіту сім'ї. Видатки на утримання сім'ї ускладнюють виділення грошей для інвестицій. Такі інвестори не є спекулятивними.

Здоров'я інвестора. Проблеми зі здоров'ям спричиняють більші видатки, тому інвестор у цьому випадку є менш агресивним і вкладає менше грошей в інвестиції.

Власні звички. Власні звички також впливають на потреби інвесторів. Економним інвесторам неважко створити початковий фонд. Вони меншою мірою потребують доходів майбутнього періоду. Такий інвестор наслідує програму, яка забезпечує більший поточний дохід.

Потреби інвестора. Під час інвестицій необхідно враховувати потреби інвесторів. Деякі потреби є фінансовими, деякі – психологічними. Звичайно, першочергова потреба інвестора – дохід. Він може бути розподілений на навчання, покращення умов життя тощо.

Готовність сприймати ризик. Ризик є реальним: необхідно зрозуміти його природу і бути готовим сприймати і боротися з ним. Люди по різному сприймають бізнес-ризик, ризик зниження купівельної спроможності, інфляційний ризик. Одним з факторів, які треба усвідомити, є те, що для досягнення мети необхідно пристосуватись до ризику, а не боятися його.

14.4. Фундаментальний аналіз у портфельному управлінні

Визначення цілей вкладення та типу інвестиційного портфеля, що реалізує обрану стратегію, дозволяє перейти до безпосереднього формування портфеля фінансових інструментів. Ефективність цього формування забезпечується використанням двох альтернативних теоретичних концепцій, відомих як «традиційний підхід до формування портфеля» і «сучасна портфельна теорія».

Традиційний підхід до формування портфеля базується на інструментарії технічного та фундаментального аналізу. Обидва ці підходи мають тривалу практику на Заході і являють собою два традиційних методи інвестиційного аналізу. Фундаментальний аналіз – це аналіз чинників, які впливають на вартість цінного папера. Він призначений відповісти на запитання, який папір потрібно купувати або продавати, а технічний аналіз – коли це потрібно робити (розділ 13.5).

Засновником фундаментального аналізу можна вважати *Бенджаміна Грехема*, який у своїй книзі «Принципи і техніка аналізу цінних паперів» (*Security analysis. Principles and technique*) вперше провів паралель між внутрішньою вартістю та ринковою ціною акції.

Фундаментальний аналіз – метод прогнозування майбутніх змін цін фінансових інструментів на підставі економічних, політичних та інших суттєвих факторів і показників, які найвірогідніше чинитимуть вплив на попит і пропозицію цих інструментів.

Можна виділити такі положення, які містяться в основі фундаментального аналізу:

1. На розвиненому ринку капіталу ціна фінансового інструменту надзвичайно чутлива до фундаментальних чинників, пов'язаних з підприємством.

2. Поточні коливання цін – це певний природний фон, на який можна не зважати з точки зору загального стану справ.

3. Ринкові котирування цін фінансового інструменту є пасивним відображенням справжньої його вартості, яка міститься в

їхній основі, і це відображення певною мірою співвідноситься з активами, які стоять за кожним інструментом.

Таким чином, особливістю фундаментального аналізу є розгляд сутності процесів, що відбуваються на фінансовому ринку, вивчення причин, які викликають зміни економічної ситуації, виявлення при цьому складних взаємозв'язків між різними явищами, що відбуваються на досліджуваному ринку та його секторах, на суміжних ринках. Фундаментальний аналіз фінансового ринку вивчає причини, що рухають цим ринком.

Основним завданням цього аналізу є визначення дійсної (внутрішньої, справедливої) вартості конкретного емітента або його фінансового інструменту. Тут доводиться виходити з історичних та поточних значень показників підприємства (прибуток, виручка, обсяги виробництва тощо) на фоні макроекономічної ситуації на ринку, що постійно змінюється. Найважливішим завданням аналітика є прогнозування майбутнього стану аналізованого емітента та ринку його фінансових інструментів.

Повним обсягом фундаментальний аналіз включає чотири основні рівні, але за необхідності можна виключити певні етапи аналізу (наприклад, регіональний аналіз).

Аналіз «зверху-вниз» починається із середовища, в якому відбувається вся діяльність суб'єктів ринку.

5. Аналіз макроекономічної ситуації. На цьому етапі вивчають попит і пропозицію та ряд макроекономічних факторів.

Ціни на ринку залежать перш за все від обсягу запропонованих на продаж цінних паперів та від обсягу капіталів, які в поточний момент інвестуються в них, тобто відношення попиту і пропозиції визначає кон'юнктуру фінансового ринку. І така кон'юнктура у різні періоди може суттєво відрізнятися.

У період високої кон'юнктури помічається приріст грошової маси, яка направляється на фінансовий ринок, що спричиняє підвищення курсів для врівноважування ціни і часто до поступового зниження дохідності. У період низької кон'юнктури відбувається підвищення обсягу фінансових інструментів, запропонованих до продажу, невідповідність цього обсягу платоспроможному попиту, і у цій ситуації спостерігається відплив капіталів із відповідних

секторів ринку. Держателі цінних паперів можуть їх реалізувати тільки за згодою на зниження цін.

Основним джерелом капіталу є ВВП. За більш високого ВВП можна розраховувати на більший обсяг інвестицій на фінансовому ринку. Однак кошти можуть і не надійти на цей ринок, якщо вони використовуються на альтернативні вкладення, на споживання, на інвестиції в інших країнах.

Збільшення зайнятості, зростання до певного рівня заробітної плати, зниження податків сприяє припливу капіталів на ринок, але високий рівень інфляції, підвищений ризик можуть звести нанівець ці можливості появи додаткових капіталів на ринку. Під час проведення фундаментального аналізу потрібно враховувати такі макроекономічні фактори, як:

– нормативно-правові засади інвестиційної діяльності;

– стан та перспективи зростання економіки країни;

– поточні темпи інфляції та очікування їхніх змін;

– середня ставка процентів за вкладами в банках, очікування змін за цими ставками;

– кон'юнктура світових товарних ринків, ринків дорогоцінних металів, нерухомості тощо;

– методи державного регулювання економіки;

– процеси споживання і накопичення та інші показники.

Аналіз макроекономічної ситуації на першому рівні фундаментального аналізу необхідно проводити у динаміці з урахуванням існуючих або очікуваних тенденцій. На підставі такого аналізу вибудовуються прогнози змін різних показників, аналізується вплив їхніх змін на ринкові ціни, на кон'юнктуру світових ринків.

Судити про макроекономічні показники доцільно одночасно з аналізом різних зведених індексів (промислового виробництва, галузевих, фондових, довіри споживачів тощо) та показників, які є найважливішими характеристиками розвитку економіки країни.

Під час фундаментального аналізу проводяться спроби встановити механізми впливу найважливіших політичних (вибори, очікувана зміна уряду, можливий прихід до влади антиринкових сил тощо) і соціальних (очікувані страйки, зростання безробіття,

затримки з виплатою зарплати тощо) подій. Важливим моментом є також відслідковування політики і заяв керівників уряду та економічних органів. У багатьох країнах, наприклад, перед виборами та в очікуванні їхніх результатів інвестиційна діяльність скорочується.

Для можливості довгострокових інвестицій на першому етапі аналізу з урахуванням подальшого переходу до другого етапу необхідно проводити макроекономічний аналіз ефективності діяльності різних галузей. Разом з тим потрібно враховувати, що існує певний зв'язок між різними ринками, наприклад між валютним ринком і ринком цінних паперів, відслідковується їхній вплив один на одного. Тому висновки, зроблені на макрорівні, потребують певного коригування залежно від ситуації на різних секторах ринку.

Загальноекономічна ситуація відображає стан у більшості сфер господарювання, однак кожна з цих сфер або галузей підпорядковується не тільки загальним, а й одиничним, внутрішнім закономірностям.

6. *Аналіз виду економічної діяльності*. Він дозволяє класифікувати види економічної діяльності за діловою активністю, стадіями розвитку і привабливістю для інвестицій. Види діяльності, відповідно до специфіки вироблюваної продукції, мають свій життєвий цикл. Тому під час проведення фундаментального аналізу постійно намагаються виявити вид діяльності, яка перебуває на підйомі, і в рамках встановлених інвестиційних пріоритетів можна сподіватися на кращі, порівняно з іншими видами діяльності, можливості розміщення коштів. Однак недостатньо визначити, що у момент аналізу вид економічної діяльності перебуває на підйомі, потрібно визначити, як довго може продовжуватися така ситуація, чи немає ознак наближення спаду.

Відомо, наприклад, що під час зниження цін на ринку найбільш сильно падає курс тих цінних паперів, які належать до групи галузей, що мають циклічний розвиток або слабку основу, продукція яких сильно залежить від ситуації і кон'юнктури на ринках. А види діяльності, які мають монопольне становище на ринку, або ті, що виробляють необхідні для споживачів продукцію та

послуги, можуть зберегти своє становище і навіть відкрити новий сектор виробництва і продажу.

Аналіз виду економічної діяльності включає вивчення ділового циклу в економіці та окремих видах діяльності, зміни різних показників та індикаторів. Під час цього аналізу обов'язково потрібно їх класифікувати залежно від особливостей функціонування і розвитку в конкретних економічних умовах. У такому випадку потрібно розрізняти види діяльності: стабільні, циклічні та зростаючі.

Стабільні види економічної діяльності відрізняються дещо меншою дохідністю порівняно з іншими. До цієї групи належать перш за все види діяльності, що пов'язані з виробництвом предметів поточного споживання та життєво важливих послуг. Стабільні займаються виробництвом продукції й послуг, які менше залежать від циклічності в економіці та змін попиту.

Циклічні види економічної діяльності перебувають у значній залежності від згадуваних циклічних факторів та від того, на якій фазі перебуває рівень ділової активності. Ці компанії здійснюють свою діяльність у машинобудуванні, металургії, будівництві, товарах довгострокового користування тощо.

Зростаючі компанії пов'язані перш за все з виробництвом і розробкою перспективних виробів і технологій, вони відрізняються високими темпами розвитку порівняно з динамікою ВВП. Ці компанії зазвичай не орієнтовані на виплату дивідендів, більшу частину прибутків вони вкладають у розвиток виробництва, однак їхні цінні папери часто мають більш високі темпи зростання курсової вартості, що й приносить основний дохід інвесторам. У результаті інвестиції у зростаючі компанії пов'язані з підвищеним рівнем ризику і можливістю отримання високого приросту вкладеного капіталу. В усьому світі інвестори та інвестиційні управляючі особливо уважно відслідковують появу компаній цих галузей, їх ретельно аналізують з метою вкладення коштів на початкових етапах їхнього розвитку. Особливо ефективно таку інвестиційну діяльність здійснюють венчурні фірми.

Аналіз видів економічної діяльності включає в себе аналіз надходжень замовлень і обсягів виробництва і пов'язаний зі зростанням

прибутків. У рамках такого аналізу проводиться спроба проаналізувати вплив динаміки валютного курсу, ставки процента, рівня заробітної плати тощо на окремі галузі. Так, спад кон'юнктури на зовнішньому ринку відбивається на видах діяльності з традиційно високою часткою експорту сильніше, ніж на тих, які орієнтуються на внутрішній ринок.

Аналіз видів економічної діяльності має виконуватися з урахуванням стратегічних цілей інвесторів: можливі строки інвестування, тактика і вірогідні інструменти інвестування, правові засади інвестиційної діяльності для різних суб'єктів ринку (наприклад, для резидентів і нерезидентів). Він виконується експертним шляхом, а висновки мають довгостроковий характер.

7. *Регіональний аналіз.* Він також проводиться експертним шляхом.

Для оцінки інвестиційної привабливості регіонів спеціалістами запропоновано такі основні інтегральні показники:

– рівень розвитку промислового виробництва (природно-ресурсний потенціал);

– рівень розвитку інвестиційної інфраструктури (будівництво, транспорт, зв'язок), наявність спеціальних економічних зон;

– демографічні фактори, характерні для різних регіонів (питома вага населення, рівень кваліфікації, рівень безробіття, середня вартість робочої сили);

– рівень екологічних, криміногенних та інших видів ризику.

8. *Аналіз інвестиційної привабливості конкретних емітентів.* Заключним етапом фундаментального аналізу є вироблення конкретної інвестиційної стратегії і вибір напрямів інвестицій, вибір тих підприємств, в цінні папери яких доцільно вносити інвестиції з урахуванням очікуваного ризику та дохідності. При цьому є різні підходи до методів такого аналізу. Перш за все це аналіз конкретного підприємства, у тому числі стан і перспективи розвитку менеджменту на цьому підприємстві, організаційні й комерційні умови роботи, а також аналіз фінансового стану компанії.

Важливою частиною цього етапу є аналіз ринку конкретних фінансових інструментів та пошук тих компаній, ціни на акції яких зростатимуть або, іншими словами, які недооцінені.

Існує теорія, згідно з якою всі фінансові інструменти мають певну внутрішню або справедливу вартість, до якої з перебігом часу має наблизитися їхня поточна ринкова вартість. Першорядною метою фундаментального аналізу є визначення тих інструментів, чия поточна оцінка на ринку завищена або занижена порівняно з внутрішньою вартістю.

Недооціненими фінансовими інструментами вважаються ті з них, ринкова ціна яких значно нижча за їхню внутрішню вартість, яка визначається різними методами розрахунку. При цьому виробляються певні критерії оцінки корпорацій з урахуванням прогнозу майбутніх прибутків за цими економічними умовами.

Найбільшу складність являють собою проблеми з невизначеністю частини інформації, наприклад дані про вірогідні (ті, що плануються) обсяги продажів. Тому іноді аналітики розглядають стратегічний потенціал компанії.

Одним з найважливіших аспектів оцінки компанії є аналіз ефективності управління фірмою, оскільки стратегія команди менеджерів компанії часто визначає успіх або провал будь-якої компанії. Тут потрібно розглядати склад керівництва компанії, практику управління компанією, її облік, відкритість, склад власників великих пакетів акцій, наявність пакета акцій у власності держави.

Важливим елементом аналізу компанії в умовах України є позитивні та негативні фактори, пов'язані з господарським становищем приватизованих підприємств (особливості акціонування, частка держави в акціонерному капіталі, зосередження акцій у руках окремих груп власників тощо).

Потрібно порівняти дохідність цінних паперів цієї компанії з дохідністю інших паперів на ринку, обов'язково проаналізувати фінансову звітність компанії в динаміці, тобто зміни основних показників, якщо можливо, за останні три роки. Обов'язково розглядаються питання конкуренції на ринку продукції, що випускається, обсяги продажу, попиту і пропозиції на цю продукцію, перспективи їхньої зміни з урахуванням очікуваних тенденцій змін цін на ринку.

Основні фінансові показники компанії, які необхідно розглядати під час аналізу привабливості емітентів, можна розподілити на такі групи:

а) *показники платоспроможності (ліквідності).* Вони складають уявлення про спроможність підприємства здійснювати поточні розрахунки та сплачувати короткострокові зобов'язання. До них відносять коефіцієнт абсолютної ліквідності, проміжний коефіцієнт покриття, загальний коефіцієнт покриття;

б) *показники фінансової стійкості.* Вони показують рівень залучення позичкового капіталу і спроможності підприємства обслуговувати цей борг. До них відносять коефіцієнт автономії, питому вагу позичкових коштів, питому вагу дебіторської заборгованості у вартості майна, питому вагу власних і довгострокових позичкових коштів;

в) *показники ділової активності.* Вони свідчать про те, наскільки ефективно використовують кошти підприємства. До них відносять коефіцієнти оборотності запасів, оборотність власних коштів, загальний коефіцієнт оборотності;

г) *показники рентабельності.* Вони дозволяють робити висновок про прибутковість підприємства. До них відносять коефіцієнти рентабельності майна, рентабельності власних коштів, рентабельності виробничих фондів, рентабельності довгострокових і короткострокових фінансових вкладень, рентабельності власних і довгострокових позичкових коштів, коефіцієнт продажу.

В основу аналізу фінансових показників підприємства на сьогодні покладені фінансові звіти, баланси, при цьому потрібно враховувати, що відбувся перехід на нову систему (стандарти) бухгалтерської звітності.

Важливою є можливість підприємства робити інвестиції за рахунок власних коштів – нерозподіленого прибутку та відрахувань на амортизацію. Також необхідно враховувати вірогідність і можливість нової емісії цінних паперів з метою залучення коштів.

Крім того, не можна не враховувати й деякі інші важливі фактори. Серед них розміщення підприємства на цінних та зручних територіях (наприклад, в умовах Києва деякі підприємства

цінюються, в першу чергу, завдяки їхньому вигідному розташуванню неподалік центру міста), наявність реальної перспективи реконструкції та розширення для випуску високоефективної та прибуткової продукції, регіональне розташування підприємства, зацікавленість великих і надійних іноземних та вітчизняних інвесторів. Для обліку багатьох характерних показників можливе запровадження системи рейтингу з різних показників, які визначаються експертним шляхом (наприклад, рівень технології, екологічна безпека виробництва, проблеми зайнятості та наявності кваліфікованого персоналу, можливість експорту, наявність необхідної сировинної бази, близькість до ринків збуту тощо).

Проведений ретельний аналіз кожного підприємства, його цінних паперів, менеджменту та перспективності вироблюваної продукції дозволяє оцінити привабливість цих підприємств для інвесторів.

Логіку фундаментального аналізу в контексті інвестиційної привабливості ринку та підприємства можна представити за допомогою табл. 14.7.

Таблиця 14.7

Логіка фундаментального аналізу

Предмет аналізу	Зміст і основні цілі
Інвестиційна привабливість ринку, підприємства (галузі)	Аналіз ринку (галузі) з метою оцінки зовнішніх чинників, які формують ринкову (галузеву) прибутковість, безпеку й ліквідність інвестицій. Оцінка місця підприємства на ринку (в галузі)
Господарська діяльність підприємства	Кількісний та якісний аналіз ресурсів, що використовуються підприємством, процесів трансформації ресурсів (технології та організації), кінцевих результатів діяльності підприємства як внутрішніх чинників, що впливають на прибутковість і ліквідність активів підприємства, безпеки інвестування в підприємство
Прогноз діяльності підприємства	Прогноз майбутньої кон'юнктури ринку, оцінка майбутнього місця підприємства на ринку (в галузі) з метою визначення майбутньої прибутковості, безпеки й ліквідності інвестицій у підприємство

Проведений фундаментальний аналіз у сукупності з вивченням стану справ в економіці і виді економічної діяльності, зокрема, може дати інвестору значні результати, вказавши на доцільність купити або продати фінансовий інструмент. Однак для того, щоб аналітик дійсно відчув плоди своєї праці, необхідно виконати дві умови. По-перше, він повинен отримати результати аналізу раніше інших інвесторів. По-друге, інші вкладники повинні прийти до аналогічних висновків.

Зі зростанням можливостей комп'ютера зросло використання ***сучасної портфельної теорії***. Використовуючи цю теорію для вибору інвестиційних інструментів, інвестор або інвестиційний менеджер має можливість отримати кількісні дані про них.

На основі можливостей певної регресивної моделі аналітик може передбачити або оцінити майбутні коефіцієнти для фінансових інструментів, залишковий ризик, темп зростання дивідендів (відсотків) і ставку дисконту для обраних вкладником або менеджером інструментів цієї компанії. Такий аналіз дозволяє скласти вигідний портфель фінансових інвестицій.

Сучасна портфельна теорія також розглядає оптимальні методи розміщення фінансових інструментів у портфелі. Одним з найпростіших засобів теорії портфеля є метод диверсифікації, який дозволяє інвестору збільшити дохідність і зменшити до мінімуму ризик портфеля.

Таким чином, сучасна портфельна теорія на перше місце висуває оцінку дохідності та ризику інвестиційного активу, а не просто передбачення майбутніх дивідендів або майбутньої ціни. Далі аналіз переходить від ізольованого розгляду окремих активів (що становить основну рису традиційного портфельного управління) до вивчення поведінки сукупності активів. Кореляції у зміні дохідності активів відіграють при цьому не менш важливу роль, ніж дохідності самих активів. Нарешті, сучасний аналіз базується на широкому і глибокому вивченні кількісних методів, передусім імовірнісно-статистичних.

За етапом аналізу зазвичай здійснюється розробка стратегії інвестування. Це означає, що інвестор має вирішити, які активи йому потрібно купувати, коли він їх повинен продавати тощо.

Традиційні стратегії інвестування враховують передусім таку характеристику інвестиційного портфеля, як дохідність. На відміну від них сучасна портфельна теорія враховує і другий фактор – ризик. Врахування двох факторів робить завдання вибору стратегії більш складним. Якщо інвестор має два активи, один з яких, за його оцінкою, більш дохідний, ніж другий, за традиційним підходом він має обрати більш дохідний. Однак якщо більш дохідний є і більш ризиковим, то проблема вибору ускладнюється. Інвестор повинен обрати з двох активів, один з яких для нього достатньо дохідний, а другий – занадто ризиковий. Вихід у цьому випадку полягає не у виборі одного активу, а у формуванні портфеля цих активів, тобто формування сукупності цих активів у заданій пропорції, наприклад 10 акцій компанії *A*, 5 акцій компанії *B* тощо.

У формуванні портфеля активів як основи інвестиційної стратегії нічого нового немає. Більшість великих фінансових інститутів і багатих індивідуальних інвесторів завжди тримали акції не однієї якоїсь компанії, а багатьох; їхні портфелі могли нараховувати десятки, сотні і навіть тисячі різних цінних паперів. Вони мали у власності нерухомість, золото та інші види багатства. Однак і в принципах формування інвестиційного портфеля сучасна фінансова теорія зробила нові кроки. Якщо за традиційним підходом формування портфеля мало більш-менш імовірнісний, несистематичний характер, то сучасний підхід ставить завдання вибору оптимального, тобто найкращого, за тим або іншим критерієм портфеля. Безумовно, цей критерій повинен враховувати обидві характеристики інвестицій – дохідність та ризик. Так, інвестор може поставити і вирішити завдання про знаходження мінімального за ризиком портфеля, якщо він обмежиться заданим рівнем дохідності. Тобто серед портфелів, дохідність яких буде не нижче певної величини, він зможе знайти портфель з мінімальним (у цьому класі) ризиком. У принципі, сучасна теорія дозволяє будувати весь спектр портфелів з будь-яким «оптимальним» співвідношенням дохідності та ризику.

Можливість вибору оптимальної інвестиційної стратегії методами сучасного портфельного аналізу базується передусім на

уточненні поняття ризику, який дозволяє оцінити його кількісно. Таким чином, у рамках сучасного «портфельного» підходу проблема формування інвестиційного портфеля отримала своє адекватне вирішення.

Вище зазначалося, що вибір інвестиційного горизонту має велике значення у структурі інвестиційного процесу. Потрібно підкреслити, що після визначення інвестиційної стратегії вибір оптимального портфеля має зміст саме стосовно заданого горизонту. У подальшому цю процедуру (і попередні етапи) потрібно повторювати, оскільки з часом ситуація на ринку і цілі інвестора можуть істотно змінитися. Так, виникає поняття ***управління портфелем активів***, тобто триєдиного процесу, що постійно повторюється: визначення цілей – аналіз активів – вибір портфеля. На наступних етапах раніше сформований портфель може вже не бути оптимальним у нових умовах, деякі активи можуть бути вилучені з нього, інші, нові, потрібно буде ввести тощо.

Інвестиційний процес має ще одну компоненту – оцінку інвестиційного процесу. Тут мається на увазі періодичний контроль і оцінка ступеня відповідності реальних результатів інвестиційного процесу тим цілям і критеріям, які ставив перед собою інвестор на кожному етапі. Ця оцінка повинна показувати, наскільки насправді ефективні обрані стратегія і сформований портфель.

Однією з підвалин сучасної портфельної теорії є *гіпотеза ефективного ринку*, причому в поняття «ефективний ринок» вкладається особливе значення. Ефективність ринку оцінюється з точки зору процесу визначення цін і ставиться у пряму залежність від інформаційного забезпечення учасників, тобто ринок є ефективним, якщо ціни на фінансові інструменти на ньому повністю відбивають усю наявну інформацію, а в разі появи будь-яких нових даних, спроможних вплинути на ціни, відбувається миттєва зміна цих цін.

«Ефективний» фінансовий ринок не можна плутати із «досконалим» ринком. Основними ознаками останнього вважаються:

– інформація однаково доступна і безкоштовна для всіх учасників ринку;

– ціни не залежать від окремих покупців, продавців, емітентів;

– відсутні операційні видатки, що виникають під час обігу цінних паперів (брокерські комісійні, винагороди, податки, збори тощо).

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

Вбачається, що в реальному житті не може існувати такий досконалий ринок і перелічені вище характерні для нього ознаки можуть бути тільки теоретичними: до них потрібно прагнути, проте ніколи не можна досягти повністю. Особливо нереальною є вимога щодо відсутності операційних видатків, оскільки за такими умовами не можуть існувати установи та організації, що займаються професійною діяльністю на ринку цінних паперів. Так, аналітики стягують платню за проведення досліджень і всі фінансові посередники та брокери, що діють на ринку, надають платні послуги. Не можуть бути безплатними і послуги з надання інформації, оскільки як постачальники інформації, так і всі інші підприємці намагаються отримати певні доходи від своєї діяльності.

Існування ж ефективного ринку є реальнішим порівняно з досконалим. Дослідження, проведені закордонними вченими, показали, що Нью-Йоркська фондова біржа, Лондонська (Міжнародна фондова біржа Великобританії та Ірландії), а також японський ринок цінних паперів можуть розглядатися як ефективні фінансові ринки. Європейські ринки є менш ефективними. Ринки Сінгапуру, ПАР, Нігерії тощо через незначні розміри, малі обсяги торгівлі та якість доступної суспільству інформації вважаються неефективними.

Значення теорії ефективного фінансового ринку потрібно шукати у можливості її практичного застосування інститутами, які функціонують на цьому ринку.

По-перше, на досить ефективних ринках, таких як організований ринок – фондова біржа, фінансові установи, понісши незначні видатки, мають можливість отримувати й аналізувати інформацію, що визначає ринкові ціни. На менш ефективних ринках для отримання аналогічної інформації треба витратити більше коштів.

По-друге, клієнти фінансових посередників та брокерів завжди обиратимуть той ринок, на якому здійснюється правильна оцінка вартості цінних паперів, тобто ефективний ринок. Тому кількість і масштаби операцій, а отже, й доходи фінансових установ будуть більш значними на ефективному ринку, ніж на неефективному.

Поява в науці гіпотези форми ефективності ринку поставила нові завдання перед дослідниками: довести або спростувати можливість існування сучасного ринку цінних паперів у тій чи іншій формі. Гіпотезу ефективного ринку надто складно перевірити експериментальним шляхом, оскільки для цього треба бути впевненими в тому, що отримано насправді всю необхідну інформацію (що відповідає кожній із трьох форм), та, крім того, потрібно правильно оцінити напрям і розмір впливу цієї інформації на ринкові ціни.

Далеко не всі погоджуються з принципами, на яких базуються сучасні підходи. Їхнє застосування передбачає високий рівень розвитку фінансового ринку. Сліпе, некритичне застосування їх в українській економіці навряд чи буде виправданим. Однак ці методи дають важливий інструмент для аналізу і вирішення завдань, які виникають в інвестуванні, необхідно лише чітко усвідомлювати ті умови і передумови, які забезпечують його ефективне застосування.

Контрольні запитання

1. Що являє собою ризик на фінансовому ринку?
2. Які види та типи ризиків існують на фінансовому ринку?
3. Чим відрізняється систематичний ризик від несистематичного?
4. Які основні ризики притаманні сучасному фінансовому ринку в Україні?
5. Які способи боротьби з ризиками відносять до внутрішніх, а які до зовнішніх? У чому їхня різниця?
6. Чому для фінансового інституту важливу роль відіграє управління надлишком (активами і пасивами)?
7. Яких інвестиційних цілей прагнуть досягти інституційні інвестори загалом і кожний з цих груп інститутів зокрема?

8. Чим відрізняється інвестиційна політика від інвестиційної стратегії?

9. Що розуміють під активною портфельною стратегією? Які фактори є визначальними у виборі активної чи пасивної портфельної стратегії?

10. Що являє собою портфель фінансових інструментів?

11. За якими ознаками можна типізувати портфелі фінансових інструментів?

12. Який портфель можуть сформувати страхова компанія із страхування життя і пенсійний фонд?

13. Чим відрізняється активний портфель від пасивного?

14. За якими основними принципами будуються інвестиційні портфелі?

15. Чим відрізняється традиційний підхід до формування портфеля від сучасної портфельної теорії?

16. Які цілі хоче досягнути інвестор під час формування портфеля?

17. Чому традиційний підхід передбачає вкладення коштів у добре відомі компанії?

18. Що стало причиною виникнення сучасної портфельної теорії?

19. Назвіть основні відмінності традиційного підходу до управління фінансовими інструментами і сучасної портфельної теорії.

20. Які ознаки має ефективний і досконалий ринки? Чи існують вони на сучасних ринках капіталів?

Тести

1. Портфель облігацій – це:

а) портфель, що дозволяє забезпечувати високі темпи приросту інвестованого капіталу в довгостроковій перспективі. Його різновидом є портфель акцій венчурних (ризикових) підприємств;

б) портфель, який формується для забезпечення високих темпів формування поточного доходу, мінімізації інвестиційних ризиків, одержання ефекту «податкового щита» у процесі фінансового інвестування;

в) формування такого портфеля здійснюють, як правило, інституційні інвестори шляхом придбання фінансових інструментів, емітованих іноземними суб'єктами господарювання. Зазвичай він націлений на забезпечення мінімізації рівня інвестиційних ризиків;

г) правильної відповіді немає.

2. У разі коли портфель складається з певної кількості фінансових інструментів одного виду, він є:

а) недиверсифікованим;

б) диверсифікованим;

в) широкодиверсифікованим;

г) ваша відповідь.

3. Узагальнено моделі тактичного розміщення ресурсів можна розділити на такі групи:

а) оціночні стратегії, циклічні стратегії;

б) циклічні стратегії, тактичні стратегії та комбінація першої і другої стратегій;

в) оціночні стратегії, циклічні стратегії та комбінація першої і другої стратегій;

г) правильної відповіді немає.

4. Фундаментальний аналіз – це:

а) аналіз чинників, які впливають на вартість фінансового інструменту;

б) метод зміни цін акцій на підставі економічних, політичних та інших суттєвих факторів і показників, які найвірогідніше впливатимуть на попит і пропозицію цих фінансових інструментів;

в) етап вивчення попиту і пропозиції.

5. Засновником фундаментального аналізу можна вважати:

а) *Генріха Гонре*;

б) *Бенджаміна Грехема*;

в) *Джозефа Стігліца*;

г) правильної відповіді немає.

6. Аналіз виду економічної діяльності:

а) дозволяє класифікувати види діяльності за діловою активністю, стадіями розвитку і привабливістю для інвестицій;

б) відображає стан у більшості сфер господарювання;

в) встановлює зв'язок між різними ринками, наприклад між валютним ринком і ринком цінних паперів, відслідковує їхній вплив один на одного;

г) правильної відповіді немає.

7. Визначення конкретної інвестиційної стратегії і вибір напрямів інвестицій, вибір тих підприємств, у акції яких доцільно вносити інвестиції з урахуванням очікуваного ризику та дохідності, є:

а) регіональним аналізом;

б) фундаментальним аналізом;

в) технічним аналізом;

г) аналізом інвестиційної привабливості конкретних емітентів.

8. До яких показників відносять коефіцієнт абсолютної ліквідності, проміжний коефіцієнт покриття, загальний коефіцієнт покриття:

а) показники ділової активності;

б) показники платоспроможності;

в) показники рентабельності;

г) ваша відповідь.

9. Інвестиційна привабливість ринку, підприємства характеризується:

а) кількісним та якісним аналізом ресурсів, процесів трансформації ресурсів (технології та організації), кінцевих результатів діяльності підприємства як внутрішніх чинників, що впливають на прибутковість і ліквідність активів, безпеки інвестування;

б) аналізом ринку з метою оцінки зовнішніх чинників, які формують ринкову прибутковість, безпеку й ліквідність інвестицій;

в) прогнозом майбутньої кон'юнктури ринку, оцінкою майбутнього місця підприємства на ринку з метою визначення майбутньої прибутковості, безпеки й ліквідності інвестицій;

г) правильної відповіді немає.

10. Несистематичним ризиком називають:

а) частку мінливості активу, яку можна цілком диверсифікувати;

б) частку мінливості активу за рахунок об'єктивних умов;

в) варіацію дохідності як адекватну міру ризику;

г) правильної відповіді немає.

Завдання

1. Проаналізувати переваги та недоліки активного і пасивного управління портфелем цінних паперів. Заповніть таблицю.

Активне управління	
Переваги	Недоліки
Пасивне управління	
Переваги	Недоліки

2. Акція придбана за 20 грн, очікуваний дивіденд 10 грн. Ставка банківського відсотка 50 % річних. Визначити об'єкт вкладення коштів, який забезпечує більшу дохідність і безпеку фінансових інвестицій.

3. Визначити, який варіант забезпечить інвестору більш високу дохідність: придбання облігації з купонною ставкою 90 % за номінальною вартістю або придбання безкупонної облігації з дисконтом 80 %, що гаситься за номіналом. Строк позики за обома облігаціями 1 рік.

4. Облігація А розміщується на один рік з дисконтом 40 %, облігація Б розміщується за номіналом і має купонну ставку 50 %, облігація В продається за курсом 80 грн з купонною ставкою 30 %. Визначити, придбання якої облігації доцільніше, виходячи з майбутньої дохідності паперів.

Список рекомендованих джерел

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

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

3. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки : монографія / Ю. М. Коваленко ; Національний університет ДПС України. – Ірпінь, 2013. – 608 с.

4. Коваленко Ю. М. Інституційні реформи у фінансовому секторі економіки України в умовах глобалізації / Ю. М. Коваленко // Научные труды Донецкого национального технического университета.– Донецьк : ДонНТУ, 2011. – Вып. 39-2. – С. 204–207. – (Серия «Экономическая»).

5. Коваленко Ю. М. Інструментарій дослідження трансформацій у фінансовій діяльності / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2014. – № 4 (154). – С. 51–58.

6. Коваленко Ю. М. Інформаційна асиметрія та моральний ризик у фінансовій діяльності: проблеми та способи подолання / Ю. М. Коваленко // ScienceRise: Scienctific Jurnal. – Kharkiv : SPC PC «Technology Center», 2015. – Vol. 3/3 (8). – P. 20–25.

7. Коваленко Ю. М. Портфельні теорії крізь призму сучасних кризових явищ / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 8 (110). – С. 5–9.

8. Коваленко Ю. М. Розміщення активів і оптимізація портфеля інституційного інвестора в Україні / Ю. М. Коваленко // Вісник Київського інституту бізнесу та технологій. – 2011. – Вип. 3 (16). – С. 97–104.

9. Коваленко Ю. М. Сучасні тенденції процесу сек'юритизації іпотечних активів / Ю. М. Коваленко, В. О. Пшеничний // Науковий вісник Національного університету державної податкової служби України (економіка, право). – 2010. – № 1 (48). – С. 80–86.

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

11. Коваленко Ю. М. Фінансова стійкість і її підтримання у фінансовому секторі економіки: міжнародний і національний контекст / Ю. М. Коваленко // Бізнес-Інформ. – Харків, 2013. – № 9. – С. 274–279.

12. Коваленко Ю. М. Фінансові інструменти в сучасному вимірі / Ю. М. Коваленко // Науковий вісник : зб. наук. пр. – Ірпінь : НУДПСУ, 2010. – Вип. 2 (49). – С. 84–90.

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

14. Портфельне інвестування : навч. посіб. / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. – К. : КНЕУ, 2004. – 408 с.

15. Пересада А. А. Фінансові інвестиції : підруч. / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко. – К. : КНЕУ, 2006. – 728 с.

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

17. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів : монографія / за заг. ред. д.е.н., професора С. В. Онишко. – Ірпінь : Вид-во НУДПСУ, 2016. – 452 с.

18. Ризики посткризового розвитку фінансового сектору України: джерела, оцінки, інструменти стабілізації. – К. : НІСД, 2013. – 43 с.

19. Фінанси інституційних секторів економіки України / за ред. Т. І. Єфименко, М. М. Єрмошенка. – К. : ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. – 584 с.

20. Фінансовий механізм структурної модернізації економіки України : монографія / за заг. ред. С. В. Онишко, В. П. Унинець-Ходаківської. – Ірпінь : Вид-во НУДПСУ, 2013. – 606 с.

21. Greenspan A. The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting / A. Greenspan. – New York : Penguin Press, 2013. – 400 p.

22. Rajan R. G. Banks and Markets: the Changing Character of European Finance [Електронний ресурс] / R. G. Rajan, L. Zingales // National Bureau of Economic Research Working Papers. – 2003. – № 9595. – Режим доступу : http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/zingales_comp.pdf.

23. Rajan R. G. The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the 20th Century [Електронний ресурс] / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. – 2003. – Vol. 69. – Режим доступу : http://faculty.chicagobooth.edu/finance/papers/reversal.pdf.

24. Rajan U. The Failure of Models that Predict Failure: Distance, Incentives and Defaults / U. Rajan,, A. Seru, V. Vig // Chicago GSB Research Paper. – 2008. – № 8. – P. 45–62.

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

ТЕРМІНИ ТА ПОНЯТТЯ

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

Аварійний комісар – особа, яка відповідає кваліфікаційним вимогам та може займатися визначенням причин настання страхового випадку та розміру збитків.

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

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

Актуарій – спеціаліст з оцінки ризиків, фінансовий аналітик і консультант у сфері страхування, людина, яка застосовує на практиці актуарну математику.

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

Акціонерний капітал – всі інструменти та документи, що підтверджують вимоги на залишкову вартість активів корпорації або квазікорпорації після задоволення вимог усіх кредиторів.

Акція – іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право

на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

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

Андерайтер на ринку цінних паперів – професійний учасник ринку, торговець цінними паперами, який зобов'язується розмістити цінні папери емітента.

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

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

Асоційована компанія – юридична особа, в якій інша юридична особа володіє прямо та/або опосередковано 20 або більше відсотками статутного капіталу та/або голосів.

Афілійована особа – юридична особа, в статутному (складеному) капіталі якої фінансова установа має істотну участь або яка має істотну участь у статутному (складеному) капіталі фінансової установи.

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

Баланс послуг і некомерційних платежів – платежі та надходження: за користування іноземним транспортом; розрахунки за страхування; оплата поштово-телеграфних послуг, комісійних операцій, туризму, культурного обміну, приватних переказів (заробітної плати, спадщини, стипендій, пенсій), утримання дипломатичних і торгових представництв; доходи від інвестицій (проценти та дивіденди); платежі за ліцензії, технічну допомогу, гонорари, використання винаходів і військові витрати за кордоном.

Баланс руху капіталів – рахунок операцій з капіталом, що відображає купівлю та продаж закордонних активів, отримання довгострокових і короткострокових позик.

Банк – юридична особа, яка на підставі банківської ліцензії має виключне право надавати банківські послуги, відомості про яку внесені до Державного реєстру банків.

Банк з іноземним капіталом – банк, у якому частка капіталу, що належить хоча б одному іноземному інвестору, становить не менше 10 %.

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

Банківська таємниця – інформація щодо діяльності та фінансового стану клієнта, яка стала відомою банку у процесі обслуговування клієнта та взаємовідносин з ним чи третіми особами під час надання послуг банку.

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

Банківські метали – дорогоцінні метали (золото, срібло, платина, метали платинової групи), які доведені до найвищих проб, відповідно до світових стандартів, у злитках і порошках, що мають сертифікат якості, а також вироблені з дорогоцінних металів монети.

Бездокументарний цінний папір – обліковий запис на рахунку в цінних паперах у системі депозитарного обліку цінних паперів.

Безперервний подвійний аукціон – різновид аукціону, що передбачає безперервне зіставлення зустрічних заявок учасників СЕЛТ у міру їхнього надходження відповідно до встановленої черговості виконання заявок.

Біржовий інститут спільного інвестування – відкритий спеціалізований індексний фонд або фонд банківських металів.

Біржовий ринок – ринок торгівлі фінансовими інструментами (цінними паперами), що здійснюється на фондовій біржі як організатор торгівлі.

Біржові торги – організоване подання учасниками торгів заявок на купівлю-продаж цінних паперів та інших фінансових інструментів з метою укладання на фондовій біржі контрактів (договорів) щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів відповідно до законодавства та правил біржі.

Бланковий кредит – незабезпечений заставою або іншими формами кредит під авторитет позичальника та підвищену процентну ставку банку.

Боргові цінні папери – цінні папери, що посвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента або особи, яка видала неемісійний цінний папір, сплатити у визначений строк кошти, передати товари або надати послуги відповідно до зобов'язання.

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

Валютна інтервенція – метод впливу державних органів (насамперед центрального банку) на курс національної валюти з метою його зміни.

Валютна операція «спот» – купівля-продаж валюти на умовах її поставки упродовж двох робочих днів від дня укладання

угоди за курсом, що зафіксований в угоді (її ще називають терміновою).

Валютна політика держави – сукупність заходів держави у сфері валютних відносин, що здійснюються відповідно до поточних і стратегічних цілей країни.

Валютна система – державно-правова форма організації валютних відносин, що закріплена правовими нормами як національного законодавства, так і міждержавними угодами.

Валютний дилінг – спекулятивна банківська операція щодо купівлі-продажу валюти на біржі через своїх співробітників-дилерів.

Валютний контроль – визначення ступеня відповідності (невідповідності) реального процесу ведення валютних операцій встановленим валютним обмеженням.

Валютний курс – ціна грошових одиниць однієї країни, що виражена у грошових одиницях іншої країни.

Валютний ринок – система економіко-правових відносин, що виникають за здійснення операцій щодо купівлі або продажу іноземної валюти, платіжних документів в іноземних валютах, а також операцій, що опосередковують рух валютних цінностей.

Валютні обмеження – встановлена у законодавчому та адміністративному порядку сукупність правил і норм щодо обмеження операцій з іноземною валютою, золотом та іншими валютними цінностями (регулювання ввезення та вивезення, переказів валюти, заборона вільного продажу, державний контроль за валютними операціями, обов'язковий продаж частини валютної виручки підприємств).

Валютні операції – контракти агентів валютного ринку щодо купівлі-продажу, розрахунків та надання в кредит іноземної валюти на конкретних умовах (сума, обмінний курс, процентна ставка, період тощо) з виконанням на певний день.

Валютні резерви – кошти, що призначені переважно для міжнародних розрахунків, на випадок непередбачених ситуацій, а

також для цілей отримання доходу та регулювання валютного ринку, формування офіційних запасів іноземної валюти в центральному банку та фінансових органах країни.

Варіаційна маржа – грошові кошти, що підлягають нарахуванню або списанню з клірингового рахунку клієнта в разі відхилення ціни укладення угоди від котирувальної.

Вексель – цінний папір, який посвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця або його наказ третій особі сплатити після настання строку платежу визначену суму власнику векселя (векселедержателю).

Викупні або відкличні привілейовані акції – акції, які викуповуються або відкликаються за фіксованою ціною на певну дату або впродовж певного періоду на вимогу корпорації або власника.

Випуск цінних паперів – сукупність певного виду емісійних цінних паперів одного емітента, однієї номінальної вартості, які мають однакову форму випуску і міжнародний ідентифікаційний номер та забезпечують їхнім власникам однакові права, незалежно від часу придбання і способу їхньої емісії.

Відкритий наказ – наказ, що залишається чинним доти, доки він не буде відмінений або виконаний.

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

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

Внутрішня конвертованість – вільний обмін національних грошей на іноземні валюти, яким користуються також резиденти.

Вторинний фінансовий ринок – ринок, де відбувається купівля-продаж раніше випущених фінансових інструментів.

Гібридний фінансовий інструмент – інструмент, що конструюється шляхом поєднання властивостей декількох елементарних, і передбачає більше однієї змінної дохідності.

Гіпотеза «напівсильної» ефективності ринку – належить до ринку, на якому ціни повністю відбивають всю доступну суспільству інформацію про фінансові інструменти, що обертаються на ньому.

Гіпотеза «сильної» ефективності – пов'язана з ринком, на якому в поточних ринкових цінах повністю відбивається вся інформація (не тільки суспільно доступна, але й приватна (інсайдерська), що є у розпорядженні окремих осіб.

Гіпотеза «слабкого ринку» – передбачає, що на такому ринку у поточній ціні, наприклад акції, відображено всю інформацію про зміни її ціни у минулому, обсяги торгівлі тощо.

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

Грошовий ринок – сегмент фінансового ринку, на якому здійснюються короткострокові фінансові операції та відбувається рух обігових коштів фінансових і нефінансових корпорацій, держави, домогосподарств, а також некомерційних організацій.

Девальвація – зниження курсу національної валюти щодо іноземних валют (міжнародних грошових одиниць, золота).

Девізна політика – політика, що полягає у регулюванні валютного курсу шляхом купівлі-продажу іноземної валюти з використанням валютної інтервенції, а також у застосуванні валютних обмежень.

Делеговане саморегулювання – саморегулювання, за якого держава передає певні функції щодо регулювання ринку (наприклад, ліцензування учасників ринку) саморегулівним організаціям (СРО), встановлює права та обов'язки щодо їхньої діяльності.

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

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

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

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

Депозитний фінансовий посередник – фінансова корпорація, яка має право за рахунок залучених депозитів надавати фінансові кредити на власний ризик.

Депозитні зобов'язання – зобов'язання, за якими продавці грошей передають їх у повне розпорядження покупцями за умовою їхнього повернення (з визначенням чи без визначення його терміну) і сплати (або несплати) процентного доходу.

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

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

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

Державний реєстратор – орган державної реєстрації прав на нерухоме майно.

Деривати́в – стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати у майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах.

Диверсифікація валютних резервів – регулювання структури валютних резервів за рахунок включення до їхнього складу різних валют з метою забезпечення міжнародних розрахунків, проведення валютних інтервенцій і захисту від валютних втрат.

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

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку – діяльність фондової біржі зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та

поширення інформації щодо пропозицій цінних паперів та інших фінансових інструментів і попиту на них, проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів згідно з правилами біржі.

Діяльність з торгівлі цінними паперами – діяльність, що провадиться торговцями цінними паперами, які створюються у формі господарського товариства та для яких операції з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами є виключним видом діяльності, а також банками.

Діяльність з управління активами інституційних інвесторів – професійна діяльність учасника ринку цінних паперів – компанії з управління активами (КУА), що провадиться нею за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів (з ліцензіями на управління активами ІСІ, НПФ або ІСІ та НПФ).

Діяльність з управління цінними паперами – діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду впродовж визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами, іншими фінансовими інструментами та коштами, призначеними для інвестування в цінні папери та інші фінансові інструменти, а також отриманими у процесі управління цінними паперами, іншими фінансовими інструментами і коштами в інтересах установника управління або визначених ним третіх осіб.

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

Добровільне саморегулювання – саморегулювання, що припускає встановлення та підтримку правил учасниками СРО без ухвалення або спеціального захисту з боку держави.

Добровільне страхування – страхування, що здійснюється на основі договору між страхувальником і страховиком.

Довготривала (структурна) валютна політика – система заходів щодо підтримки сформованого стану або модифікації валютної системи, валютного ринку в цілому, наприклад, через проведення валютних реформ та послідовних змін таких ключових елементів валютної системи, як порядок проведення міжнародних розрахунків, режим валютних курсів і паритетів, використання золота і резервних валют, міжнародних платіжних засобів.

Довіритель майна – юридична особа або громадянин, які передають довірчому товариству повноваження власника належного їм майна (коштів, цінних паперів і документів, що засвідчують право власності довірителя) відповідно до умов укладеного між ними договору.

Довірчі операції – послуги, які довірче товариство надає довірителям майна, зокрема: для громадян – збереження та представницькі послуги для обслуговування майна довірителів; для юридичних осіб – розпорядження майном, агентські послуги, ведення рахунків для власників цінних паперів та управління голосуючими акціями, переданими товариству шляхом участі в загальних зборах акціонерного товариства.

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

Документарний цінний папір – паперовий або електронний документ, оформлений у визначеній законодавством формі, що містить найменування виду цінного папера, а також визначені законодавством реквізити.

Домашні господарства – наймані працівники, роботодавці, самостійно зайняті працівники, одержувачі доходу від власності та трансфертів.

Дочірня компанія – юридична особа, яка контролюється іншою юридичною особою (материнською компанією).

Електронна торговельна система – сукупність організаційних, технологічних та технічних засобів, що використовуються фондовою біржею для забезпечення укладання біржових контрактів (договорів) за цінними паперами та іншими фінансовими інструментами.

Елементарна угода – угода, яка вважається виконаною, коли купівля-продаж цінних паперів відповідає їхній кількості у наказі, тобто брокер повинен продати або купити все, що йому було доручено.

Емісія – сукупність дій емітента, що провадяться в установленій законодавством послідовності і спрямовані на розміщення емісійних цінних паперів серед їхніх перших власників.

Емітент – юридична особа, у тому числі Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, міська рада, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади чи міжнародна фінансова організація, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання за ними перед їхніми власниками.

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

Заставна – іпотечний цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням за умови, що воно підлягає виконанню в грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання – право звернути стягнення на предмет іпотеки.

Заявка біржова – подана учасником біржових торгів, згідно з правилами фондової біржі, пропозиція на купівлю чи продаж цінних паперів або інших фінансових інструментів, яка містить умови, на яких пропонується здійснити укладення біржового контракту (договору); зареєстрована фондовою біржею заявка учасника біржових торгів є пропозицією та згодою цього учасника укласти та виконати біржовий контракт (договір).

Заявка адресна – заявка, яка подана учасником біржових торгів та адресована іншому учаснику біржових торгів.

Заявка анонімна – заявка, умови якої не дозволяють учасникам біржових торгів до моменту укладання біржового контракту ідентифікувати учасника біржових торгів, який виставив таку заявку.

Заявка безадресна – заявка, яка подана учасником біржових торгів та адресована усім учасникам біржових торгів.

Зовнішня конвертованість – передбачає повну свободу обміну зароблених у певній країні грошей для закордонних розрахунків; надається лише іноземним фізичним і юридичним особам (нерезидентам), тоді як громадяни і юридичні особи цієї країни (резиденти) такої можливості позбавлені.

Золотий фіксинг – щоденна фіксація ринкової ціни золота на основі співвідношення попиту та пропозиції на нього на Лондонській золотій біржі.

Золотовалютні резерви – запаси іноземних фінансових активів та золота, що належать державі, перебувають у розпорядженні органів грошово-кредитного регулювання і можуть бути реально використані на регулятивні та інші потреби, що мають загальноекономічне значення.

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

Інвестиційний фонд – установа колективного інвестування, за допомогою якої інвестори об'єднують кошти для інвестування у фінансові активи.

Інвестори в цінні папери – фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства.

Іноземний емітент – юридична особа, яка створена відповідно до законодавства іншої держави та здійснює емісію цінних паперів на території України, або юридична особа, цінні папери якої зареєстровані відповідно до законодавства іншої держави та допуск до обігу на території України яких надано НКЦПФР.

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

Інформаційне агентство – спеціалізований суб'єкт інформаційної діяльності, який зареєстрований як юридична особа у формі інформаційного підприємства – організації, служби, центру, що діє з метою надання інформаційних послуг для ЗМІ.

Іпотека – вид забезпечення виконання зобов'язання нерухомим майном, що залишається у володінні і користуванні іпотекодавця, згідно з яким іпотекодержатель має право в разі невиконання боржником забезпеченого іпотекою зобов'язання одержати задоволення своїх вимог за рахунок предмета іпотеки переважно перед іншими кредиторами цього боржника у порядку.

Іпотека з дисконтом – іпотека зі зниженою кредитною ставкою, що виплачується позичальником в обмін на підвищений дисконт.

Іпотекодавець – особа, яка передає в іпотеку нерухоме майно для забезпечення виконання власного зобов'язання або зобов'язання іншої особи перед іпотекодержателем. Іпотекодавцем може бути боржник або майновий поручитель.

Іпотекодержатель – кредитор за основним зобов'язанням за іпотекою.

Іпотечне кредитування – правовідносини, що виникають з приводу набуття права вимоги іпотечного боргу за правочинами та іншими документами.

Іпотечне покриття – іпотечні активи, а також інші активи, які забезпечують виконання зобов'язань емітента за іпотечними облігаціями.

Іпотечний кредит – форма майнового кредиту під заставу нерухомого майна.

Іпотечний кредит зі зворотним ануїтетом – різновид іпотечного кредиту, під час якого позичальник отримує кредит, який гасить подальшою передачею прав на нерухоме майно.

Іпотечний ринок – система економіко-правових відносин, що виникають між економічними суб'єктами на взаємопов'язаних фінансовому ринку та ринку нерухомості з приводу акумулювання вільних грошових ресурсів, їхнє розміщення у формі іпотечних кредитів та рефінансування іпотечних активів з метою реалізації цілей інвестиційної діяльності.

Іпотечний сертифікат – іпотечний цінний папір, що забезпечений іпотечними активами або іпотеками.

Іпотечні активи – реформовані в консолідований іпотечний борг зобов'язання за договорами про іпотечний кредит здійснювати платежі в рахунок погашення основного зобов'язання упродовж строку обігу сертифікатів.

Іпотечні облігації – облігації, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям.

Іпотечні сертифікати участі – пайові іменні цінні папери, власники яких мають право на одержання частини платежів за іпотечними активами.

Іпотечні цінні папери – цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів.

Інститут спільного інвестування відкритого типу – ІСІ, що бере на себе зобов'язання здійснювати у будь-який час на вимогу учасників цього ІСІ викуп цінних паперів, емітованих таким ІСІ (компанією з управління його активами).

Інститут спільного інвестування закритого типу – ІСІ, що не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих таким ІСІ (КУА), до моменту його припинення.

Інститут спільного інвестування інтервального типу – ІСІ, що бере на себе зобов'язання здійснювати на вимогу учасників цього ІСІ викуп цінних паперів, емітованих таким ІСІ (КУА), упродовж обумовленого у проспекті емісії строку (інтервалу).

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

Капіталізовані фондові індекси – індекси, що вимірюють загальну капіталізацію підприємств, цінні папери яких використовуються для розрахунку індексу.

Касовий ринок (ринок «спот», ринок «кеш») – ринок негайного виконання укладених угод, при цьому суто технічно воно може розтягуватися на строк 1–3 днів за вимоги поставки самого фінансового інструменту у фізичному вигляді.

Касові угоди – угоди, що підлягають негайному виконанню в залі біржі або впродовж 2–3 днів після їхнього укладення і термінові.

Кваліфікаційний інститут спільного інвестування – ІСІ, що інвестує активи виключно в один із кваліфікаційних класів активів та кошти, а також не встановлює будь-яких вимог до структури активів.

Кептивні фінансові корпорації – інституційні одиниці, які здійснюють операції тільки в рамках обмеженої їхньої групи (таких, як дочірні фінансові корпорації), або дочірні корпорації, які належать одній холдинговій корпорації, або одиниці, які надають позику з власних коштів, що надані лише одним спонсором.

Кліринг – визначення взаємних зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.

Клірингова діяльність – діяльність з визначення зобов'язань, що підлягають виконанню за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, підготовка документів (інформації) для проведення розрахунків, а також створення системи гарантій з виконання зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.

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

Коефіцієнт іпотечної заборгованості LTV *(англ. lifetime value)* – один з коефіцієнтів оцінки кредитного ризику, який визначають фінансові установи та інші кредитори перед ухваленням іпотеки.

Комбінована угода з цінними паперами – угода, за якою виручка від продажу одних цінних паперів спрямовується на купівлю інших або одночасно купуються одні цінні папери і продаються інші.

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

Конвертовані (обмінні) привілейовані акції – акції, які можуть бути конвертовані у визначену кількість звичайних акцій чи облігацій.

Конвертованість валюти – особливий характер взаємозв'язку національного та світового господарства, що здійснюється через грошово-валютні канали, надає виробникам і споживачам певної країни можливість вільного вибору найбільш вигідних ринків збуту і закупок продукції та послуг.

Конвертованість валюти – такий стан економічної і валютно-фінансової системи, за якого для власників національної валюти забезпечується свобода здійснення тих чи інших валютних операцій як у цій країні, так і за кордоном.

Консолідований іпотечний борг – зобов'язання за договорами про іпотечний кредит, реформовані кредитодавцем.

Консорціумний кредит – форма кредиту, що надається банківським консорціумом.

Контокорент – поєднання позикового рахунку з поточним, і він може мати дебетове та кредитове сальдо.

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

Корпоративний інвестиційний фонд (КІФ) – юридична особа, яка утворюється у формі акціонерного товариства і провадить виключно діяльність зі спільного інвестування.

Котирування – визначення валютного курсу на основі механізму співвідношення попиту та пропозиції.

Кредит – грошові та матеріальні цінності, що надаються кредитором у користування позичальнику на визначений строк та під відсоток.

Кредит під облік векселів (обліковий кредит) – короткостроковий кредит, який кредитор надає пред'явнику векселів, обліковуючи (скуповуючи) їх до настання строку виконання

зобов'язань за ними та сплачуючи пред'явнику номінальну вартість векселів за мінусом дисконту.

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

Кредитна спілка – неприбуткова організація, заснована фізичними особами, професійними спілками, їхніми об'єднаннями на кооперативних засадах з метою задоволення потреб її членів у взаємному кредитуванні та наданні фінансових послуг за рахунок об'єднаних грошових внесків членів кредитної спілки.

Кредитна установа – фінансова установа, яка має право за рахунок залучених коштів надавати фінансові кредити на власний ризик.

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

Криптовалюта – децентралізована валюта із захистом від повторного використання, що базується на досягненнях сучасної криптографії.

Крос-котирування – визначення курсів двох валют одна до одної через курс кожної з них щодо третьої (через долар або через іншу національну валюту).

Крос-курс – відношення однієї валюти до іншої через третю.

Курс TOD (сьогодні) – укладання контракту та обмін валюти в один робочий день.

Курс спот – контракт з датою валютування не більше двох робочих днів.

Курс TOM (завтра) – укладання контракту сьогодні, а обмін валютами наступного робочого дня.

Лізингодавець – юридична особа, яка передає право володіння та користування предметом лізингу лізингоодержувачу.

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

Лімітний (обмежений) наказ – доручення на купівлю або продаж, коли клієнт вказує ціну.

Ломбардне кредитування – рефінансування банків під заставу державних цінних паперів.

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

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

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

Міжнародний ринок – ринки країн, на яких перебувають в обігу цінні папери, випущені іноземними емітентами.

Місцевий (локальний) фінансовий ринок – ринок, що представлений в основному операціями учасників ринкових відносин з їхніми контрагентами – місцевими суб'єктами господарювання та населенням.

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

Національний фінансовий ринок – ринкові відносини, що встановлюються та існують на території певної країни щодо

фінансових інструментів, що випущені емітентами, які зареєстровані відповідно до законодавства цієї країни.

Недепозитна фінансова корпорація – фінансова корпорація, яка акумулює кошти юридичних і фізичних осіб у властивий їй спосіб (на договірних засадах або через продаж власних фінансових інструментів) і розміщує їх на ринку капіталу.

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

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

Неемісійні цінні папери можуть існувати виключно в документарній формі і за формою випуску можуть бути лише ордерними або на пред'явника.

Незалежний фінансовий консультант – особа, яка надає консультаційні послуги у сфері фінансів фізичним і юридичним особам.

Нейтральність економіки – відношення обсягу обмежень експорту товару (робіт, послуг) та імпорту капіталу, з одного боку, до імпорту товару (робіт, послуг) і експорту капіталу – з іншого.

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

Неконвертована валюта (НКВ) – валюта, що повністю зберегла валютні обмеження на всі валютні операції як для резидентів, так і нерезидентів.

Нерухоме майно (нерухомість) – земельні ділянки, а також об'єкти, розташовані на земельній ділянці і невід'ємно пов'язані з нею, переміщення яких є неможливим без їхнього знецінення та зміни їхнього призначення.

Нефінансові корпорації – інституційні одиниці, основною діяльністю яких є виробництво ринкових товарів чи надання нефінансових послуг.

Номінальний валютний курс – курс валюти, що встановлений на валютному ринку для проведення поточних валютних операцій і розрахунків з клієнтами.

Номінальний ефективний валютний курс гривні – середньозважений обмінний курс гривні до валют країн-основних зовнішньоторговельних партнерів відповідно до питомої ваги цих країн у валютних операціях України.

Об'єднання професійних учасників фондового ринку – неприбуткове об'єднання професійних учасників фондового ринку, які провадять професійну діяльність, а саме: з торгівлі цінними паперами, депозитарної діяльності та управління активами інституційних інвесторів.

Об'єднана кредитна спілка – неприбуткова організація, заснована кредитними спілками на кооперативних засадах з метою сприяння фінансовій стабільності кредитних спілок та об'єднання тимчасово вільних коштів своїх членів для їх взаємокредитування.

Облігації внутрішніх державних позик – державні цінні папери, що розміщуються виключно на внутрішньому ринку цінних паперів і підтверджують зобов'язання України щодо відшкодування пред'явникам цих облігацій їхньої номінальної вартості з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

Облігації зовнішніх державних позик України – державні боргові цінні папери, що розміщуються на міжнародних фондових

ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облігацій їхню номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов розміщення облігацій.

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

Облігація – цінний папір, що посвідчує внесення його першим власником коштів, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений проспектом емісії (для державних облігацій України – умовами їхнього розміщення) строк та виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено проспектом емісії (для державних облігацій України – умовами їхнього розміщення).

Обліковий кредит – кредит, який здійснюється шляхом переобліку векселів, тобто на основі купівлі у банків векселів до закінчення терміну їхнього обігу.

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

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

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

Операції з міжбанківського кредитування – операції, які здійснюють банки і які дають можливості поповнити їхні кредитні ресурси.

Операції з обліку комерційних векселів – операції, що передбачають передачу векселя банку за допомогою надпису (індосаменту).

Операції на вторинному ринку з короткостроковими державними зобов'язаннями – операції з купівлі-продажу державних цінних паперів, термін обігу яких не перевищує 1–12 місяців.

Опціон – цивільно-правовий договір, згідно з яким одна сторона контракту одержує право на придбання (продаж) базового активу, а інша – бере на себе безумовне зобов'язання продати (придбати) базовий актив у майбутньому впродовж строку дії опціону чи на встановлену дату (дату виконання) за визначеною під час укладання такого контракту ціною базового активу.

Опціон call – різновид опціону, що передбачає надання власнику права на купівлю через визначений час за наперед обумовленою ціною певного активу, який йому зобов'язаний продати продавець опціону.

Опціон put – різновид опціону, що передбачає надання власникові (покупцеві) опціону права на продаж через визначений час за наперед обумовленою ціною певного виду активу, а продавець опціону *put* зобов'язаний купити цей актив у покупця такого опціону.

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

Опціонний сертифікат – стандартний документ (цінний папір), що засвідчує право його власника на придбання в емітента опціонного сертифіката (опціонний сертифікат на придбання) або

на продаж емітентові опціонного сертифіката (опціонний сертифікат на продаж) базового активу в строк та на умовах, визначених у проспекті емісії цих опціонних сертифікатів.

Оцінювачі нерухомості – визначають ринкову та ліквідаційну вартість об'єктів нерухомості, які є предметом застави.

Ощадний (депозитний) сертифікат – цінний папір, що підтверджує суму вкладу, внесеного в банк, і права вкладника (власника сертифіката) на одержання зі спливом встановленого строку суми вкладу та процентів, встановлених сертифікатом, у банку, який його видав.

Пайовий фонд (ПІФ) – сукупність активів, що належать учасникам такого фонду на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються нею окремо від результатів її господарської діяльності.

Пайові цінні папери – цінні папери, які посвідчують участь власника таких цінних паперів у статутному капіталі та/або активах емітента (у тому числі активах, що перебувають в управлінні емітента) та дають власнику зазначених цінних паперів (інвестору) право на отримання частини прибутку (доходу), зокрема у вигляді дивідендів, та інші права, встановлені законодавством, а також проспектом цінних паперів або рішенням про емісію цінних паперів.

Паритетний курс – розрахунковий курс у міжнародному торговельному обороті, що базується на паритеті купівельної спроможності валют.

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

Первинне публічне розміщення, або первинна публічна пропозиція (англ. – *initial public offer, IPO),* – розміщення цінних паперів через біржу шляхом пропонування їх до продажу необмеженому колу інвесторів.

Первинний ринок цінних паперів – ринок, що обслуговує випуск (емісію) та первинне розміщення фінансових інструментів.

Переказний іпотечний цінний папір – іпотечний цінний папір, власник якого одночасно є учасником загальної власності на майно, яке становить пул облігацій та іпотечних сертифікатів участі; засновником трасту для управління майном; вигодонабувачем з трасту.

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

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

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

Платіжний баланс – співвідношення всієї сукупності надходжень з-за кордону та платежів за кордон за певний період часу (рік, квартал, місяць).

Позабіржовий ринок – сфера обігу фінансових інструментів поза біржею.

Позички – фінансові активи, що виникають, коли кредитор надає кошти безпосередньо дебітору, й оформлюються документами, що відсутні в обігу.

Позичкові зобов'язання – зобов'язання, за якими продавці, передаючи гроші покупцям, вносять певні обмеження в права останніх розпоряджатися цими грошима: визначають, на які цілі

вони мають бути використані, вимагають особливих гарантій їх повернення, визначають ступінь окупності витрат чи проектів, що фінансуються за рахунок позичених коштів. Такі зобов'язання мають форму кредитних угод, казначейських зобов'язань, облігацій, векселів тощо.

Поточна валютна політика – система заходів регулювання окремих параметрів валютного ринку (валютного курсу, валютних операцій тощо).

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

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

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

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

Приватне розміщення акцій – спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження шляхом безпосередньої письмової пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100 (для акцій публічного акціонерного товариства – акціонерам такого товариства, а також заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100).

Привілейовані акції – акції, що надають їхнім власникам переважні стосовно власників простих акцій права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів

та частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, а також права на участь в управлінні акціонерним товариством у випадках, передбачених статутом і законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Прозорість економіки – властивість економіки, коли вона регулюється за допомогою усталених і чітких, що не допускають двозначного тлумачення, правил законодавства (зокрема, і валютного), але не періодичними вказівками органів валютного контролю.

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

Простий валютний дилінг – арбітраж двох фінансових активів, наприклад конверсійні операції типу долар/гривня.

Прості акції – акції, що надають їхнім власникам право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством, на отримання частини майна акціонерного товариства (АТ) у разі його ліквідації та інші права, передбачені законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Професійна діяльність на ринку цінних паперів – діяльність акціонерних товариств і товариств з обмеженою відповідальністю з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення та обігу цінних паперів, обліку прав на цінні папери та прав за цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів.

Професійний пенсійний фонд – це фонд, засновником (засновниками) якого можуть бути об'єднання юридичних осіб-роботодавців, об'єднання фізичних осіб, включаючи професійні спілки (об'єднання професійних спілок), або фізичні особи, пов'язані з їхньою професійною діяльністю (заняттям). Учасниками такого НПФ можуть бути виключно фізичні особи, які пов'язані з їхньою професійною діяльність (заняттям), визначеною у статуті фонду.

Процентний своп – угода між двома контрагентами про обмін процентними платежами в розрахунку на визначену суму з метою встановлення нижчих витрат запозичення.

Прямий,* або *стабілізаційний, кредит – довгостроковий кредит, що надається платоспроможному банку для підтримки ліквідності під програму фінансового оздоровлення банку.

Публічне розміщення цінних паперів – спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їхнє відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оприлюднення в будь-який інший спосіб повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь невизначеної кількості осіб.

Рахунок-контокорент *(італ. conto corrente – поточний рахунок)* – єдиний рахунок, на якому враховуються всі операції підприємства. На ньому відображуються, з одного боку, погашення кредиту та інші платежі з доручення підприємства, з іншого – кошти, що надходять підприємству (виручка від реалізації продукції, наданий кредит та інші надходження).

Реальний валютний курс – номінальний валютний курс, перерахований з урахуванням зміни рівня цін в Україні і в тій країні, до валюти якої котирується національна валюта.

Реальний ефективний валютний курс – номінальний ефективний курс гривні з поправкою на співвідношення темпів інфляції в України і в країнах-основних зовнішньоторговельних партнерах.

Ревальвація – підвищення курсу національної валюти відносно іноземних валют (міжнародних грошових одиниць, золота).

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

Регіональний ринок – ринок, що функціонує в межах області або певного регіону.

Регулювання фінансового ринку – процес цілеспрямованого впливу на будь-який об'єкт з боку суб'єкта-регулятора шляхом використання відповідних важелів і методів.

Режим валютних курсів та паритетів – встановлення порядку визначення офіційних валютних курсів і меж їх коливань.

Резерви для врегулювання вимог за стандартизованими гарантіями – резерви, що складаються з попередніх чистих платежів і резервів, необхідних для покриття неврегульованих вимог за стандартизованими гарантіями.

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

Ринковий наказ *(*англ. *market order)* – доручення на купівлю або продаж за поточною ринковою ціною.

Ринок банківських кредитів – сектор грошового ринку, функціонування якого пов'язане з наданням і погашенням банківських позичок, розміщенням і використанням капіталу, залучених і позичених коштів для одержання прибутку при раціональному розподілі ризиків і підтримання ліквідності.

Ринок дорогоцінних металів (сукупність міжнародних і внутрішніх) – розгалужена мережа глобальної цілодобової торгівлі фізичним металом і похідними інструментами, що значною мірою звільнена від державного регулювання.

Ринок золота – спеціальний центр торгівлі, де здійснюється регулярна купівля-продаж золота за ринковими цінами з метою промислово-побутового споживання, приватної тезаврації.

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

Ріелторська компанія – професійний посередник на ринку нерухомості, який надає послуги щодо пошуку об'єктів, оформлення договорів та підготовки пакета документів, необхідних для подання в банк для отримання іпотечного кредиту.

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

Розрахунковий центр – орган, що забезпечує здійснення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, укладеними на фондових біржах та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати».

Сальдо платіжного балансу – різниця між доходами та витратами під час зовнішньоекономічних операцій.

Саморегулівна організація на ринку фінансових послуг – неприбуткове об'єднання фінансових установ, створене з метою захисту інтересів своїх членів та інших учасників ринків фінансових послуг і якому делегуються відповідними державними органами, що здійснюють регулювання ринків фінансових послуг, повноваження щодо розроблення і впровадження правил поведінки на ринках фінансових послуг та/або сертифікації фахівців ринку фінансових послуг.

Саморегулювання – самостійна діяльність, що здійснюється суб'єктами господарської або професійної діяльності і завданнями якої є розробка та встановлення стандартів і правил зазначеної діяльності, а також контроль за дотриманням вимог зазначених стандартів і правил.

Своп – цивільно-правова угода про здійснення обміну потоками платежів (готівкових або безготівкових) чи іншими активами, розрахованими на підставі ціни (котирування) базового активу в межах суми, визначеної договором на конкретну дату платежів (дату проведення розрахунків) упродовж дії контракту.

Сек'юритизація іпотечних активів – інноваційна форма рефінансування іпотечних кредитів, яка забезпечує нові способи управління балансом, ліквідністю банку, розподілення його ризиків між учасниками угоди шляхом емісії цінних паперів з іпотечним покриттям.

Сектор загального державного управління – юридичні особи, для яких основною діяльністю є виконання функцій законодавчої, виконавчої або судової влади щодо інших інституційних одиниць у межах певної території.

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

Сертифікати з фіксованою дохідністю – сертифікати, які забезпечені іпотечними активами та посвідчують такі права власників: право на отримання номінальної вартості в передбачені умовами випуску сертифікатів терміни; право на отримання процентів за сертифікатами на умовах інформації про випуск сертифікатів; право на задоволення вимог – у разі невиконання емітентом прийнятих на себе зобов'язань – з вартості іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів з фіксованою дохідністю, переважно перед іншими кредиторами емітента.

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

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

Складний валютний дилінг – операції з цінними паперами (ОВДП у валюті, векселями тощо), арбітраж на банківських кредитах і депозитах.

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

Спеціалізований інститут спільного інвестування – ІСІ, що інвестує активи виключно у визначені законодавством активи. До них належать інвестиційні фонди таких класів: 1) фонди грошового ринку; 2) фонди державних цінних паперів; 3) фонди облігацій; 4) фонди акцій; 5) індексні фонди; 6) фонди банківських металів.

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

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

СРО професійних учасників фондового ринку – неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність, крім депозитаріїв, утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених НКЦПФР.

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

Страхова виплата – грошова сума, яка виплачується страховиком відповідно до умов договору страхування при настанні страхового випадку.

Страхова сума – грошова сума, в межах якої страховик відповідно до умов страхування зобов'язаний провести виплату при настанні страхового випадку.

Страховий агент – фізична або юридична особа, яка діє від імені та за дорученням страховика та виконує частину його страхової діяльності, а саме: укладає договори страхування; одержує страхові платежі; виконує роботи, що пов'язані зі здійсненням страхових виплат та страхових відшкодувань.

Страховий брокер – юридична або фізична особа, яка зареєстрована в установленому порядку як суб'єкт підприємницької діяльності та здійснює за винагороду посередницьку діяльність у страхуванні від свого імені на підставі брокерської угоди з особою, яка має потребу у страхуванні як страхувальник.

Страховий випадок – подія, передбачена договором страхування або законодавством, яка відбулася і з настанням якої виникає обов'язок страховика здійснити виплату страхової суми (страхового відшкодування) страхувальнику, застрахованій або іншій третій особі.

Страховий платіж (страховий внесок, страхова премія) – плата за страхування, яку страхувальник зобов'язаний внести страховику згідно з договором страхування.

Страховий ризик – певна подія, на випадок якої проводиться страхування і яка має ознаки ймовірності та випадковості настання.

Страховий тариф – ставка страхового внеску з одиниці страхової суми за визначений період страхування.

Страхові технічні резерви (крім перезервів зі страхування життя) – резерви, що включають попередні виплати чистих страхових премій (крім премій зі страхування життя) і резерви для покриття неврегульованих вимог за страховими відшкодуваннями (крім відшкодувань зі страхування життя).

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

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

Страхування життя – вид особистого страхування, який передбачає обов'язок страховика здійснити страхову виплату згідно з договором страхування у разі смерті застрахованої особи, а також, якщо це передбачено договором страхування, у разі дожиття застрахованої особи до закінчення строку дії договору страхування та (або) досягнення застрахованою особою визначеного договором віку.

Страхування предмета застави – укладення договору між ломбардом та страховою компанією або між позичальником та страховою компанією про страхування предмета застави, наданого як забезпечення фінансового кредиту ломбарду, за рахунок та в інтересах власника предмета застави на строк дії договору фінансового кредиту.

Строкова угода – стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених ним умовах у майбутньому.

Строковий ІСІ – ІСІ, що створюється на певний строк, встановлений у його регламенті, після закінчення якого зазначений ІСІ припиняється, якщо не прийнято рішення про продовження строку діяльності такого ІСІ відповідно до законодавства. ІСІ закритого типу може бути лише строковим.

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

Строковий ринок цінних паперів – ринок із відстроченим, найчастіше на декілька місяців, виконанням угоди. Зазвичай традиційні інструменти (акції, облігації) обертаються на касовому, а контракти як похідні інструменти фінансового ринку – на строковому ринку.

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

Супутні послуги ломбарду – послуги, що є передумовою надання фінансового кредиту або випливають з його надання.

Тверді угоди – угоди, умови яких не підлягають зміні в процесі реалізації угоди. Вони стандартизовані за формою.

Тендерні кредити*, або *тендери з підтримки ліквідності – регулярні операції з надання кредитів банкам НБУ.

Терміновий курс – контракт з датою укладання більше двох робочих днів.

Технологія блокчейн – ланцюг блоків даних у форматі *JSON*.

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

Товарні свопи – угоди двох сторін щодо обміну певної суми грошей (яка визначається фіксованою ціною якогось товару) на змінну суму грошей, що базується на ринковій ціні цього товару.

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

Торгівля валютними цінностями – операції з купівлі, продажу або обміну валютних цінностей, що здійснюються як у готівковій (для банківських металів – із фізичною поставкою), так і безготівковій формі (для банківських металів – без фізичної поставки).

Торговельний баланс – співвідношення вартості експорту та імпорту країни з її торговельними партнерами.

Умовні угоди, або угоди з премією – це строкові біржові угоди, в яких один з контрагентів за встановлену винагороду (премію) набуває права на підставі особливої заяви, приуроченої до певного дня, зробити той або інший вибір (що стосується умов виконання угоди) – виконати угоду або відмовитися від її виконання.

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

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

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

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

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

Фактичний курс – курс, що складається у макрофінансовій системі держави на даний момент часу, тобто базується на поточному валютному курсі.

Факторинг – система фінансування, за умовами якої підприємство-постачальник товарів переуступає короткострокові вимоги за торговельними операціями банку.

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

Фінансова операція з продажу нерухомості з правом довічного проживання – право власності на нерухомість переходить до кредитора не після закінчення терміну кредитування (або смерті власника), а безпосередньо на момент укладення договору.

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

Фінансова холдингова компанія – юридична особа, основним видом діяльності якої є участь у статутному капіталі юридичних осіб, та діяльність фінансових установ, які є її дочірніми та/або асоційованими компаніями, є основною.

Фінансове зобов'язання – контрактне зобов'язання: а) передати грошові кошти або інший фінансовий актив іншому підприємству; б) обмінятися фінансовими інструментами з іншим підприємством на потенційно невигідних умовах.

Фінансове посередництво – вид економічної діяльності, в процесі якої інституційна одиниця (депозитна або недепозитна фінансова корпорація) мобілізує кошти шляхом прийняття зобов'язань за власний рахунок із метою спрямування цих коштів

іншим інституційним одиницям шляхом кредитування або придбання фінансових активів іншим способом.

Фінансовий інжиніринг – сукупність заходів щодо розв'язання завдань підвищення ефективності фінансової та страхової діяльності, зниження її ризиків через рахунок конструювання нових продуктів і технологій, а також використання різних комбінацій уже існуючих фінансових інструментів з метою задоволення інтересів та потреб учасників фінансових відносин.

Фінансовий кредит – кошти, що надаються у позику юридичній або фізичній особі на визначений строк та під процент.

Фінансовий кредит ломбарду – надання коштів у позику, забезпечених заставою, на визначений строк та під процент.

Фінансовий лізинг – вид цивільно-правових відносин, що виникають із договору фінансового лізингу.

Фінансовий моніторинг – сукупність заходів, які здійснюються суб'єктами фінансового моніторингу у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму, що включають проведення державного фінансового моніторингу та первинного фінансового моніторингу.

Фінансовий ринок – сукупність учасників ринку та правовідносин між ними щодо формування, розподілу та перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів на основі взаємодії попиту та пропозиції фінансових інструментів.

Фінансовий сектор – частина економіки, що пов'язана з діяльністю фінансових корпорацій, які, власне, і забезпечують функціонування фінансового ринку.

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

Фінансові інструменти – різноманітні фінансові документи, що обертаються на ринку та мають грошову вартість.

Фінансові корпорації – всі корпорації, які спеціалізуються на фінансових послугах чи допоміжній фінансовій діяльності.

Фінансові опціони – опціонні контракти, де як базові активи використовуються виключно фінансові інструменти з відповідними кількісними індикаторами, зокрема валюта (курс валюти), відсоткові ставки (рівень ставки), цінні папери (курс) та фондові індекси.

Фінансові посередники – депозитні та недепозитні фінансові корпорації, призначенням яких є ефективне нагромадження, управління та перерозподіл фінансових ресурсів через виробництво фінансових послуг.

Фінансові супермаркети – універсальні інтегровані фінансові посередники.

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

Фондова біржа – професійний учасник ринку цінних паперів, який створює організаційні, технологічні, інформаційні, правові та інші умови для збирання та поширення інформації щодо пропозицій цінних паперів та інших фінансових інструментів і попиту на них, проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів згідно з правилами, встановленими такою фондовою біржею.

Фондовий індекс – показник, що розраховується за певним набором цінних паперів (акцій, облігацій), що перебувають в обігу на ринку цінних паперів, задля оцінювання рівня та загального напряму руху їх вартості. Його також називають індексом ділової активності.

Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів).

Форвардний контракт – цивільно-правовий договір, за яким продавець зобов'язується у майбутньому в установлений строк передати базовий актив у власність покупця на визначених умовах, а покупець зобов'язується прийняти в установлений строк базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену таким договором.

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

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

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

Холдингова компанія – акціонерне товариство, яке володіє, користується та розпоряджається холдинговими корпоративними пакетами акцій (часток, паїв) двох або більше корпоративних підприємств.

Цільові облігації внутрішніх державних позик України – облігації внутрішніх державних позик, емісія яких є джерелом фінансування дефіциту державного бюджету в обсягах, передбачених на цю мету законом про Державний бюджет України на відповідний рік, та в межах граничного розміру державного боргу.

Цінні папери – документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, що їх розмістила (видала), і власника та передбачають виконання зобов'язань згідно з

умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що випливають з цих документів, іншим особам.

Цінові фондові індекси – фондові індекси, що базуються на цінах на акції та обраховуються як середнє арифметичне вартості акцій компаній, що входять у базовий список індексу.

Частково конвертовані валюти – це валюти тих країн, які відмінили валютні обмеження не на всі валютні операції або тільки для нерезидентів.

ABS (англ. *Assets Backed Securities*) – цінні папери, що забезпечені активами, тобто ті, що ґрунтуються на пулах активів або мають забезпечення потоками готівкових коштів від таких активів.

CDO (англ. *Collateralized Debt Obligations*) – цінні папери, що забезпечені борговими зобов'язаннями, зокрема юридичних осіб.

CDS (англ. *Credit Default Swaps*) – кредитно-дефолтний своп – ринковий деривати, що страхує від дефолту за зобов'язаннями.

MBS (англ. *Mortgage Baked Securities*) – іпотечні цінні папери, що рефінансуються за допомогою зобов'язань за одним або кількома іпотечними кредитами.

Навчальне видання

СЕРІЯ «ПОДАТКОВА ТА МИТНА СПРАВА В УКРАЇНІ»

**Коваленко Юлія Михайлівна, Кужелєв Михайло Олександрович,
Береславська Олена Іванівна, Белінська Яніна Василівна,
Мацелюх Наталія Петрівна, Вовк Вікторія Яківна,
Орлова Наталія Сергіївна, Ковернінська Юлія Вікторівна,
Житар Максим Олегович, Вергелюк Юлія Юріївна**

ФІНАНСОВИЙ РИНОК

Підручник

У двох томах

Том 2

Відповідальний за випуск	*Д. Ф. Салахова*
Редактор	*І. Є. Врублевська, М. М. Грабарчук*
Форматування та комп'ютерна верстка	*О. В. Лисенко*
Дизайн обкладинки	*М. Ю. Маншилін*

Здано до друку 22.11.2018. Формат 60×84/16
Папір офсетний № 1. Гарнітура «Times New Roman».
Друк. арк. 22.4.
Тираж 300 примірників. Замовлення № 733.

*Підготовлено до друку Видавничо-поліграфічним центром
Університету ДФС України
08200, вул. Університетська, 31, м. Ірпінь, Київська область, Україна*

*Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до державного реєстру видавців, виготовлювачів і
розповсюджувачів видавничої продукції
Серія ДК № 5104 від 20.05.2016*