

Українська академія банківської справи

На правах рукопису

**РЕКУНЕНКО ІГОР ІВАНОВИЧ**

УДК 336.761 (477) (043)

**РОЗВИТОК ВТОРИННОГО РИНКУ ЦІННИХ  
ПАПЕРІВ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.04.01 - фінанси, грошовий обіг і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Науковий керівник -  
доктор економічних наук,  
професор  
Козьменко Сергій Миколайович

Суми – 2003

## ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. АНАЛІЗ НАУКОВО-МЕТОДИЧНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВТОРИННОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ	12
1.1. Організація функціонування національного вторинного ринку цінних паперів	12
1.2. Аналіз діяльності торговців цінними паперами	26
1.3. Особливості обігу цінних паперів на біржовому та організованому позабіржовому вторинному ринку України	37
1.4. Специфіка організації роботи учасників Національної депозитарної системи	45
Висновки до розділу 1	71
РОЗДІЛ 2. НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО УДОСКОНАЛЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО ВТОРИННОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	76
2.1. Удосконалення механізму укладання угод купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку	76
2.1.1. Розвиток форм випуску цінних паперів при переході права власності на них	76
2.1.2. Взаємодія депозитарію з торговцями в процесі зарахування цінних паперів в систему депозитарного обліку	84
2.1.3. Специфіка роботи торговців цінними паперами в процесі обслуговування депозитарієм договорів по цінним паперам без грошового регулювання	89
2.1.4. Особливості співпраці депозитарію з торговцями в процесі обслуговування договорів по цінним паперам з грошовим регулюванням	93

2.2.	Методичні підходи щодо присвоєння корпоративного рейтингу емітентам цінних паперів на національному ринку	106
2.3.	Вдосконалення процесу обігу цінних паперів на вторинному фондовому ринку України за допомогою автоматизованих електронних систем	119
	Висновки до розділу 2	134
	РОЗДІЛ 3. РОЗВИТОК ВТОРИННОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ НА ОСНОВІ ВПРОВАДЖЕННЯ МАРЖИНАЛЬНОЇ ТОРГІВЛІ	139
3.1.	Удосконалення законодавчої бази щодо організації вторинного ринку цінних паперів в Україні	139
3.2.	Обґрунтування необхідності впровадження маржинальної торгівлі на вторинному ринку цінних паперів	152
3.3.	Оптимізація системи управління ризиками при маржинальних операціях на вторинному фондовому ринку	165
	Висновки до розділу 3	176
	ВИСНОВКИ	181
	СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	188
	ДОДАТКИ	206

## ВСТУП

Одним із сегментів фінансового ринку, який сприяє акумулюванню капіталу для подальших інвестицій у виробничу сферу, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню добробуту громадян за рахунок володіння та вільного розпорядження цінними паперами, підготовленості населення до ринкових відносин є ринок цінних паперів, в тому числі і його невід'ємна складова – вторинний ринок, існування якого сприяє перерозподілу прав власності та підвищенню ліквідності цінних паперів.

На даний момент часу у розвинутих країнах вторинні фондові ринки належать до числа найбільш динамічно зростаючих. Обороти цінних паперів на них зростає в багато разів швидше, ніж обсяг операцій на товарних і на традиційних ринках комерційного та банківського кредиту. Обіг цінних паперів на вторинному ринку служить своєрідним індикатором, який свідчить про високий ступінь економічного розвитку. З ускладненням господарського механізму функції вторинного ринку цінних паперів стають дедалі різноманітнішими. Саме ринок стає необхідним і важливим компонентом сучасного механізму регулювання економіки.

Практичний досвід провідних країн світу показує, що рух капіталів, перерозподіл трудових і матеріальних ресурсів між різними галузями виробництва найчастіше опосередковується саме ринками цінних паперів. В умовах, коли величезні обсяги капіталу виявляються зв'язаними на тривалий період у тій чи іншій продуктивній формі, саме обіг цінних паперів надає економіці тієї гнучкості й мобільності, яка забезпечує можливість швидкого переливу ресурсів з одних галузей в інші і здійснення структурної перебудови виробництва. На відміну від інших фінансових ринків тільки вторинний ринок цінних паперів є дійовим інструментом розподілу й перерозподілу капіталу між галузями економіки.

В той же час низький рівень капіталізації ринку, інформативна закритість частини учасників ринку і відсутність достовірної та необхідної інформації (що робить ринок фактично непрозорим), невідповідність рівня розкриття інформації міжнародним стандартам, низький рівень масових інвестиційних пропозицій належним чином не заохочують інвесторів вкладати свої вільні кошти у цінні папери українських емітентів. Саме тому виникає необхідність у розв'язанні проблем організаційно-методичного забезпечення функціонування вторинного ринку цінних паперів в Україні та визначення шляхів його подальшого розвитку.

Цим проблемам присвячені праці: вітчизняних науковців – С. Глущенко, Г. Задорожного, В. Корнеєва, О. Мендрула, О. Мозгового, С. Науменкової, В. Оскольського, О. Сохацької, В. Шапрана, М. Швецова; російських – М. Алексєєва, Т. Берднікової, В. Галанова, А. Грязнової, Є. Жукова, В. Ляліна, Д. Михайлова, Я. Міркіна; зарубіжних – Д. Дж. Мерфі, С. Насона, Дж. Літла, Л. Роудса, Е.Л. Наймана, Р. Тьюлза та інших.

При всій значущості розробок зазначених авторів та існуючому рівні опрацювання проблем поки що відсутні комплексні розробки, які б повністю розкрили теоретичні питання функціонування вторинного ринку цінних паперів та розв'язали його основні проблеми.

Все вищевикладене обумовило вибір теми дослідження, її актуальність, значимість, та практичну спрямованість. Вибраний напрямок дослідження є складовою науково-дослідницьких тем, над якими працює колектив співробітників Української академії банківської справи НБУ: “Стан та перспективи розвитку банківської системи України” (номер державної реєстрації 0190044204) та “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 0102U006965). До звітів за цими темами включено пропозиції автора щодо використання альтернативних торговельних систем на фондовому ринку та

здійснення операцій купівлі-продажу цінних паперів на основі маржинальної торгівлі.

Метою дисертаційного дослідження є узагальнення теоретичних засад становлення вторинного ринку цінних паперів, виявлення особливостей розвитку та специфіки діяльності основних учасників даного ринку, розробка і впровадження науково-методичних рекомендацій і заходів щодо формування ефективного вторинного фондового ринку в Україні.

Для досягнення поставленої мети були визначені наступні наукові і практичні задачі:

- теоретично обґрунтувати сутність та поняття вторинного ринку цінних паперів на основі узагальнення результатів наукових досліджень;
- проаналізувати стан розвитку законодавчої бази стосовно питань розвитку вторинного ринку цінних паперів;
- виявити основні проблеми становлення та розвитку вторинного фондового ринку;
- дослідити сучасний стан і визначити особливості діяльності основних учасників вторинного ринку цінних паперів;
- виявити основні тенденції обігу цінних паперів на вторинному біржовому та позабіржовому ринках;
- узагальнити зарубіжний досвід функціонування інфраструктури вторинного ринку цінних паперів;
- запропонувати методичні та практичні рекомендації щодо удосконалення функціонування вторинного ринку цінних паперів України;
- розробити пропозиції щодо подальшого розвитку вторинного фондового ринку України.

Об'єктом дослідження є процеси функціонування вторинного ринку цінних паперів України.

Предметом дослідження є механізм забезпечення ефективного функціонування вторинного ринку цінних паперів.

Методологічною основою дисертації є загальнонаукові методи економічного аналізу: спостереження і узагальнення (для виявлення особливостей реалізації функцій і задач вторинного ринку цінних паперів на фінансовому ринку), аналіз і синтез (для розкриття змісту та сутності вторинного ринку цінних паперів), єдність логічного та історичного підходів (для розкриття специфічних рис національного вторинного фондового ринку та його інфраструктури), методи експертної оцінки (для розробки підходів до удосконалення вторинного ринку України), а також прикладні методи: порівняння і групування (для виявлення тенденцій зміни динаміки та структури обігу фондових цінностей), екстраполяції та статистичного аналізу.

Інформаційно-фактологічну базу дослідження склали основні положення законів України, указів Президента України, постанов Верховної Ради та Кабінету Міністрів України, рішень Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України стосовно питань регулювання вторинного ринку цінних паперів; річні звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 1996-2001 роки; річні звіти організаторів торгівлі України за 1996-2001 роки; монографічні дослідження і статті вітчизняних і зарубіжних авторів.

Наукова новизна отриманих результатів дослідження полягає у наступному:

- поглиблено і конкретизовано економічний зміст поняття “вторинний ринок цінних паперів” та обґрунтовано місце вторинного ринку в структурі фінансового ринку, визначено та систематизовано основні складові механізму функціонування вторинного ринку цінних паперів;

- набули подальшого розвитку методичні підходи розв'язання проблеми існування єдиного Центрального депозитарію на основі створення депозитарного холдингу, де б Національний депозитарій забезпечував би стандартизацію, кодифікацію цінних паперів, а ВАТ “Міжрегіональний фондовий союз” (МФС) – ведення рахунків по цінних паперах, зберігання та обслуговування операцій, кліринг та розрахунки на організаційно оформлених ринках;
- сформовано та формалізовано структурно-логічні схеми основних взаємозв'язків суб'єктів вторинного ринку цінних паперів у частині виконання угод у документарній та бездокументарній формах та вдосконалено механізм здійснення угод купівлі-продажу цінних паперів у бездокументарній формі на основі рекомендацій щодо створення єдиного Центрального депозитарію;
- доведено можливість та доцільність використання внутрішніх (у межах країни) кредитних рейтингів, що привласнюються емітентам цінних паперів, для збільшення інформаційної прозорості їх діяльності та зменшення витрат на отримання міжнародного рейтингу та суттєво вдосконалено методичні рекомендації щодо визначення кредитних рейтингів на національному фондовому ринку із урахуванням фінансових, організаційно-управлінських та операційних ризиків;
- доведено необхідність зміни технологічної інфраструктури вторинного ринку на основі впровадження систем інтернет-брокерського обслуговування, роздрібною мережі продажу продуктів електронної фінансової комерції, електронних комунікаційних мереж та альтернативних торговельних систем. Вперше визначено принципи роботи моделей функціонування альтернативних торговельних систем;



- вперше обгрунтовано можливість використання маржинальної торгівлі цінними паперами на національному вторинному ринку, визначено основні ризики, що виникають при укладанні угод купівлі-продажу із застосуванням маржі та запропоновано підходи до оптимізації системи управління ризиками при маржинальних операціях.

Практичне значення одержаних результатів дисертаційного дослідження визначається пропозиціями щодо розробки та запровадження методичних підходів до удосконалення функціонування національного вторинного ринку цінних паперів.

Сформовані та формалізовані структурно-логічні схеми основних взаємозв'язків суб'єктів вторинного ринку цінних паперів у частині виконання угод у документарній та бездокументарній формах та вдосконалення механізму здійснення угод купівлі-продажу цінних паперів у бездокументарній формі на основі рекомендацій про створення єдиного Центрального депозитарію можуть бути використані ДКЦПФР з метою підвищення ефективності діяльності учасників вторинного ринку цінних паперів.

Пропозиції автора щодо необхідності зміни технологічної інфраструктури вторинного ринку на основі впровадження систем інтернет-брокерського обслуговування, роздрібною мережі продажу продуктів електронної фінансової комерції, електронних комунікаційних мереж та альтернативних торговельних систем, дадуть змогу торговельним майданчикам збільшити кількість учасників для здійснення угод купівлі-продажу цінних паперів.

Рекомендації та пропозиції щодо можливості використання маржинальної торгівлі цінними паперами на національному вторинному ринку, визначення основних ризиків, що виникають при укладанні угод купівлі-продажу із застосуванням маржі та запропоновані підходи до

оптимізації системи управління ризиками при маржинальних операціях спрямовані на вдосконалення системи обігу цінних паперів на вторинному фондовому ринку.

Теоретичні положення дисертації використовуються в Українській академії банківської справи при викладанні навчальних дисциплін “Ринок цінних паперів”, “Операції з цінними паперами”, “Фінансовий ринок”, “Біржі та біржова справа” та інших.

Наукові результати, що виносяться на захист, одержані дисертантом особисто і знайшли відображення в опублікованих працях.

Особистий внесок здобувача полягає в узагальненні зарубіжного та вітчизняного досвіду становлення та розвитку вторинного ринку цінних паперів, вдосконаленні механізму здійснення угод купівлі-продажу цінних паперів у бездокументарній формі на основі створення єдиного Національного депозитарію, удосконаленні методів визначення кредитних рейтингів на національному фондовому ринку, обґрунтуванні необхідності зміни технологічної інфраструктури вторинного ринку, запровадженні можливості використання маржинальної торгівлі цінними паперами, та оптимізації системи управління ризиками при маржинальних операціях.

Основні положення і результати дослідження були оприлюднені і отримали схвальну оцінку на конференціях і семінарах. Серед них: Міжнародна наукова конференція “Міжнародні потоки капіталу в країнах з перехідною економікою” (м. Київ, 2000); Всеукраїнська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2000, 2002); III міжвузівська науково-практична конференція студентів та молодих вчених “Проблеми формування і розвитку фінансово-кредитної системи України” (м. Харків, 2003).

Крім того, результати дослідження доповідалися автором на науково-практичних конференціях та семінарах професорсько-викладацького складу Української академії банківської справи НБУ.

Результати дослідження знайшли відображення в 8 наукових працях, опублікованих у фахових виданнях, загальним обсягом 2,6 д.а., із яких особисто автору належить 2,3 д.а.

Дисертаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації становить 217 сторінок, у т.ч. на 38 сторінках розміщено 15 таблиць, 25 ілюстрацій, 8 додатків і список використаних джерел із 196 найменувань.

# РОЗДІЛ 1

## АНАЛІЗ НАУКОВО-МЕТОДИЧНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВТОРИННОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

### 1.1. Організація функціонування національного вторинного ринку цінних паперів

Однією із головних цілей ринкової економіки є отримання прибутку, тому люба діяльність є і повинна бути сферою примноження капіталу, і з даної позиції любий ринок є одночасно і ринком для вкладення капіталу.

Сфера, де можна нагромадити капітал і отримати його, – це фінансова сфера діяльності, тобто фінансовий ринок.

Згідно із загальноприйнятою думкою, фінансовий ринок – це механізм перерозподілу капіталу між кредиторами і позичальниками за допомогою посередників на основі попиту та пропозиції на капітал. На практиці він реалізується через сукупність кредитно-фінансових інститутів, що направляють потік коштів від власників до позичальників і назад [64,168].

Головна функція фінансового ринку складається в трансформації бездіяльних коштів у позичковий капітал, тобто в грошовий капітал, власник якого надає його іншим особам на встановлений термін на умовах зворотності за визначену плату у вигляді відсотка.

Зазвичай фінансовий ринок підрозділяється на ринок грошових коштів, валютний ринок, ринок золота і ринок капіталів (рис. 1.1).

Під ринком грошовим коштів розуміється ринок на якому знаходяться в обігу активи із терміном погашення не більше одного року.

Ринок золота – це ринок на якому здійснюються готівкові, оптові та інші угоди із золотом, в тому числі із стандартними золотими злитками. Основний обсяг операцій з фізичним золотом здійснюється між банками та

спеціалізованими фірмами; ф'ючерсна та опціонна торгівля золотом зосереджена на строкових біржах.

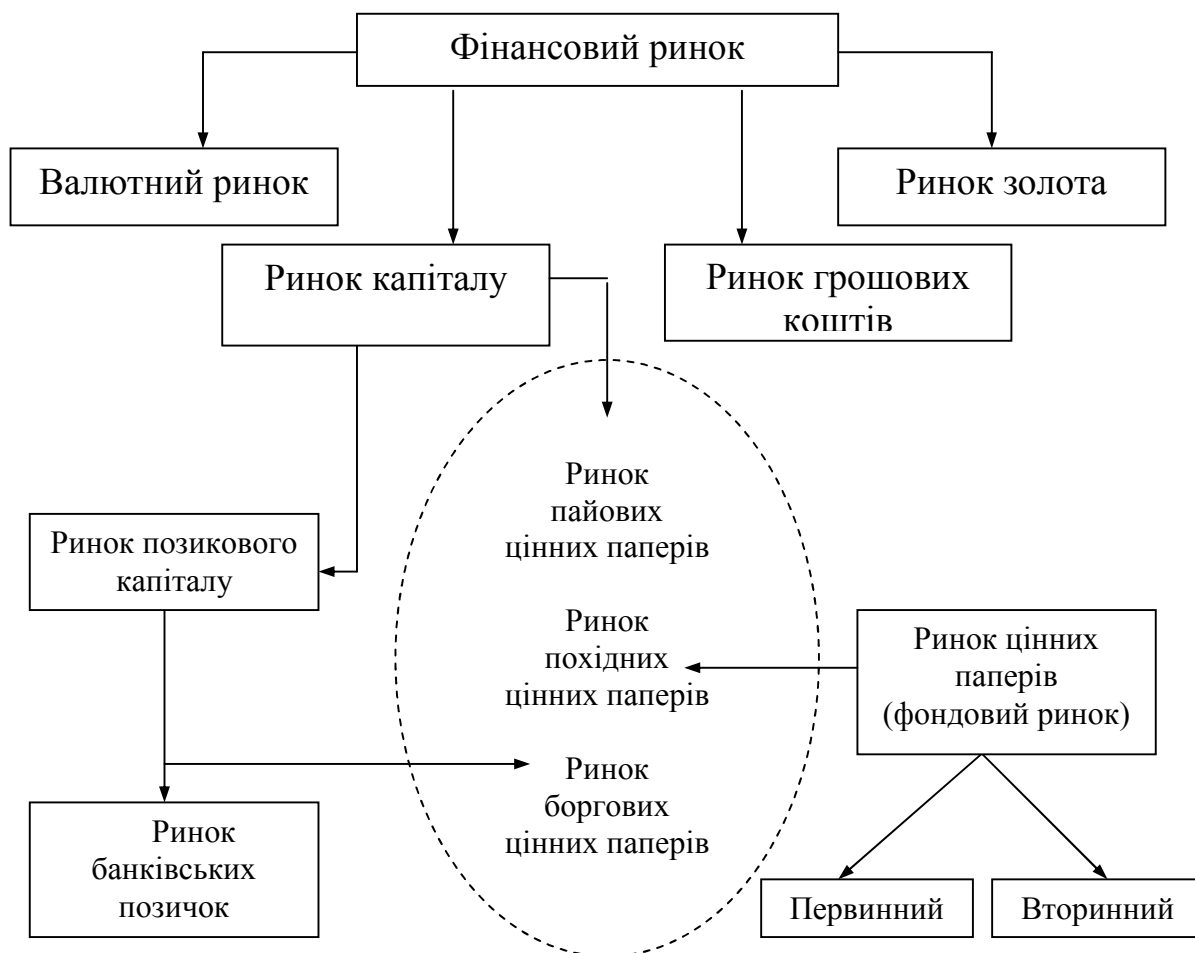


Рис. 1.1. Структура фінансового ринку

Що стосується валютного ринку, то він обслуговує міжнародний платіжний оборот, пов'язаний з оплатою грошових зобов'язань юридичних і фізичних осіб різних країн. Специфіка міжнародних розрахунків полягає у відсутності загальноприйнятого для всіх країн платіжного засобу. Тому необхідною умовою розрахунків по зовнішній торгівлі, послугам, інвестиціям, міждержавним платежам є обмін однієї валюти на іншу у формі покупки або продажу іноземної валюти платником або одержувачем. Валютні ринки – офіційні центри, де відбувається купівля-продаж валют на основі попиту та пропозиції.

Аналізуючи дослідження щодо ринку капіталів, то можна зазначити, що ринок капіталів підрозділяється на ринок цінних паперів і ринок позикового капіталу. Ринок капіталів служить найважливішим джерелом довгострокових інвестиційних ресурсів для урядів, корпорацій і банків. Якщо грошовий ринок надає високоліквідні засоби в основному для задоволення короткострокових потреб, то ринок капіталів забезпечує довгострокові потреби у фінансових ресурсах.

У економічній літературі часто зустрічаються терміни “ринок цінних паперів” [79,142,149], “фондовий ринок” [79,142,149], “ринок капіталу” [142,149], однак їхнє пояснення і закріплення на законодавчому рівні відсутні. Як свідчить зміст більшості економічних видань, поняття ринок цінних паперів і фондовий ринок є синонімами.

Існують різні поняття ринку цінних паперів. По-перше – це сукупність економічних відносин із приводу випуску та обігу цінних паперів між його учасниками [142]. По-друге, ринок цінних паперів є частиною фінансового ринку, що охоплює відносини, пов’язані з цінними паперами [79].

У рамках даної роботи, під ринком цінних паперів будемо розуміти особливий сегмент фінансового ринку, на якому складаються відносини з приводу купівлі-продажу спеціальних інструментів (цінних паперів), що мають власну вартість та вільно обертаються, свідчать про відносини співволодіння, позики і похідних від них між тими, хто залучає ресурси, випускаючи цінні папери (емітенти), і тими, хто їх придбає (інвестори), опосередкований, як правило, участю особливих суб’єктів підприємницької діяльності – фінансових посередників. Інакше – це частина ринку позичкових капіталів, де здійснюється емісія (випуск) і купівля-продаж цінних паперів – документів, що підтверджують майнове право і право власності на основі їхнього пред’явлення.

Принципово також підкреслити, що ринок цінних паперів – це не якийсь абсолютно самостійний інститут ринкової економіки, а частина

фінансового ринку, який в свою чергу включає в себе ще банківські і страхові інститути.

Для функціонування повноцінної інфраструктури ринку цінних паперів в Україні необхідна наявність наступних його суб'єктів: емітентів, зацікавлених у мобілізації вільних коштів; інвесторів, що мають вільні кошти і бажають вигідно їх розмістити; посередників, що забезпечують обмін зобов'язань (цінних паперів) емітентів на грошові кошти інвесторів. Неодмінною умовою існування ринку цінних паперів є наявність державного органа, що регулює обіг цінних паперів на даному ринку і забезпечує необхідну нормативно-правову базу для його функціонування.

По своїй економічній природі, ринок цінних паперів розмежовується на первинний і вторинний ринки. Первинний ринок – це ринок перших і повторних емісій (випусків) цінних паперів, на якому здійснюється їх початкове розміщення серед інвесторів.

Рамки первинного ринку фактично обмежуються найпершим актом купівлі-продажу того чи іншого цінного паперу. На цій стадії емітент (організація, що випустила цінні папери) передає нові права на свою власність (чи частину власності) іншим особам, одержуючи натомість грошові кошти для інвестицій.

Як правило, більшість цінних паперів (отже, і майнові права, що в них виражені) згодом переходять від одного власника до іншого – відбувається наступна їхня купівля-продаж та здійснюються інші операції, що залежать і, в свою чергу, впливають на кон'юнктуру ринку. Іншими словами, цінні папери надходять в обіг. Обіг цінних паперів – прерогатива вторинного ринку [168].

На думку Т. Берднікової, вторинний ринок цінних паперів – це найбільш активна частина фондового ринку, де здійснюється більшість операцій з цінними паперами за винятком первинної емісії і первинного розміщення. Ціль вторинного ринку – забезпечити реальні умови для

купівлі, продажу і проведення інших операцій з цінними паперами після їхнього первинного розміщення [11].

Вторинний ринок цінних паперів, концентруючи попит та пропозицію цінних паперів, що обертаються, формує той рівноважний курс, по якому продавці згодні продати, а покупці – купити цінні папери, що необхідно при перерозподілі позичкового капіталу між галузями і сферами економіки, між суб'єктами господарської діяльності. Тобто головною задачею вторинного ринку є перерозподіл капіталів у найбільш ефективні сфери виробництва і залучення інвестицій для розвитку підприємств.

До особливостей українського вторинного ринку відносяться:

- специфіка його становлення;
- нерівноцінність цінних паперів, що обертаються на вторинному ринку, по їхніх інвестиційних можливостях, якості і характеристикам;
- відсутність єдиних правил поведінки на ринку.

Вторинний ринок виконує дві функції:

- 1) зводить один з одним продавців і покупців (забезпечує ліквідність цінних паперів);
- 2) сприяє вирівнюванню попиту та пропозиції.

Характеризуючи основні функції вторинного ринку цінних паперів, необхідно відмітити саме той факт, що можливість перепродажу – важливий фактор, що враховується інвестором при покупці цінних паперів на первинному ринку. Так як однією із функцій вторинного ринку цінних паперів є забезпечення ліквідності, то ліквідний ринок характеризується незначним розривом між ціною продавця і ціною покупця; невеликими коливаннями цін від угоди до угоди. Більш того, ліквідність ринку тим вище, чим більше число учасників продажу і можливість оперативного перепродажу цінних паперів, а також чим вище відсоток новизни запропонованих для продажу цінних паперів.



Згідно проведених досліджень щодо вторинного ринку цінних паперів, за рівнем ліквідності ринок України далеко поступається ринкам розвинутих країн. В Україні більш ліквідним є ринок державних цінних паперів, що має відповідну інфраструктуру. Вторинний ринок акцій виробничих компаній знаходиться в зародковому стані [170].

Необхідно також зазначити, що тривалий час фондовий ринок України існував як би окремо від реальної економіки. Цінні папери підприємств купували лише тому, що вважали їх дешевими. Але не можна побудувати фондовий ринок на непрацюючих активах, що в цілому дає підставу констатувати той факт, що вторинний ринок цінних паперів України не виконує своєї головної задачі [11].

Говорячи про механізм функціонування вторинного ринку цінних паперів, необхідно зазначити, що це взаємодія різних суб'єктів ринку, пов'язана із здійсненням фондових операцій. Цей механізм регламентується дійсним законодавством. Він залежить від концепції розвитку фондового ринку в національній економіці, конкретної фінансової політики того, чи іншого регіону. Ефективність його роботи в багато чому визначається рівнем розвитку інфраструктури ринку цінних паперів.

Механізм функціонування вторинного ринку цінних паперів має свої особливості, які пов'язані з конкретною структурою цінних паперів, що знаходяться в обігу, діловою активністю тих чи інших учасників ринку, загальним станом економіки, вибраною моделлю ринку.

Основними учасниками вторинного ринку є інвестори, фінансові посередники, зокрема торговці, інститути, що обслуговують ринок та органи, що регулюють діяльність на ринку. Всі ці учасники ринку в тій чи іншій мірі взаємодіють із емітентами цінних паперів. Безпосередньо інвестори – здійснюючи вливання інвестицій в діяльність емітентів.

Що стосується, торговців та інститутів, що обслуговують ринок, то основна їх ціль діяльності на даному ринку – отримання прибутку завдяки

діяльності від надання платних послуг іншим учасникам вторинного ринку цінних паперів.

Механізм функціонування вторинного ринку цінних паперів залежить від складових елементів цього ринку, тобто від його структури.

Існують два основні організаційні різновиди вторинних ринків цінних паперів: організований (біржовий) і неорганізований (позабіржовий). У свою чергу, і той і інший приймають різноманітні форми (рис. 1.2) [170].

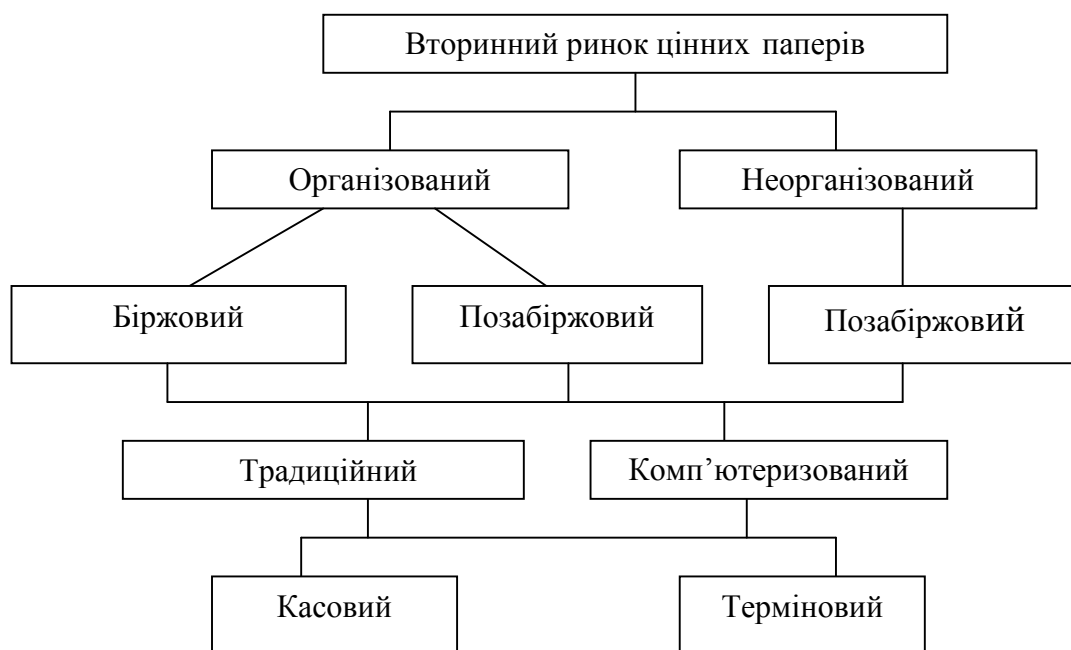


Рис. 1.2. Класифікація вторинного ринку цінних паперів за складовими

На організованому вторинному ринку здійснюються такі класичні біржові операції як купівля-продаж, лістинг, делістинг, укладання форвардних і ф'ючерсних контрактів, котирування, застава, розрахунок, кліринг, консалтинг, збереження і постачання цінних паперів. До операцій позабіржового ринку відносяться купівля-продаж, збереження цінних паперів, формування портфеля цінних паперів та управління ним, визначення ринкової вартості цінних паперів, маркетингові дослідження,

ціноутворення, оцінка інвестиційного ризику.

Позабіржовий обіг характеризується меншою організованістю і зарегульованістю в порівнянні з біржовим обігом. Обіг цінних паперів на вторинному ринку – це в основному їхній перепродаж. Велика частина угод купівлі-продажу здійснюється через посередників-брокерів, інвестиційних дилерів, трейдерів (представників фірм у торговій зоні біржі) за ринковою ціною (курсом) [11].

Традиційною формою вторинного ринку цінних паперів виступає фондова біржа – організований, регулярно функціонуючий ринок цінних паперів і інших фінансових інструментів, один з регуляторів фінансового ринку, що обслуговує рух грошових капіталів.

Роль фондової біржі в економіці країни визначається насамперед ступенем роздержавлення власності, точніше – часткою акціонерної власності у виробництві валового національного продукту. Крім того, роль біржі залежить від рівня розвитку ринку цінних паперів в цілому [170].

Одним із ключових факторів ефективного розвитку вторинного ринку цінних паперів в Україні є формування прогресивної нормативно-правової бази, яка регулювала б правовідносини, що виникають на ньому. При цьому необхідно враховувати, що навіть у країнах з розвинутою ринковою економікою, за наявності величезного, накопиченого десятками років практичного досвіду в сфері обігу фондочивих цінностей, високої правової культури, ефективного механізму розробки, обговорення та прийняття законодавчих актів, не завжди вдається одразу встановити ефективне правове регулювання тих чи інших відносин пов'язаних з вторинним ринком цінних паперів. Тому прийняті законодавчі акти дуже часто потребують уточнення розвинутої системи підзаконного регулювання.

Основним законодавчим актом регулювання діяльності на вторинному ринку України є Закон України від 18 червня 1991 р. “Про цінні папери і фондову біржу” [120], який регулює не лише обіг цінних паперів в Україні,

а й правовий статус та компетенцію фондової біржі. У законі знайшли відображення положення щодо захисту прав інвесторів, обов'язків емітентів цінних паперів публікувати звіти про результати господарської діяльності та свій фінансовий стан, іншу необхідну інформацію, щодо наділення деяких органів регулятивними та контрольними функціями на ринку цінних паперів.

Разом з тим необхідно зазначити, що регламентування деяких питань було здійснено Законом України “Про цінні папери і фондову біржу” не досить детально, а створення таких необхідних інститутів вторинного ринку, як саморегулювні організації і клірингово-розрахункові установи, не було передбачено зовсім. Не було врегульовано законом і питання щодо можливості існування в Україні цінних паперів у дематеріалізованій формі.

Подальший розвиток українського ринку цінних паперів і, зокрема, вторинного ринку, збільшення його обсягів вказали на необхідність оперативного заповнення виявлених прогалин у законодавстві. Це призвело до розробки та прийняття в 1992-1995 рр. значної кількості нормативно-правових актів.

Більш цілеспрямована робота в напрямку розвитку законодавства України в сфері розвитку вторинного ринку цінних паперів почалася після прийняття Указу Президента України від 12 червня 1995 р. № 446/95 “Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку” [112]. Відповідно до цього указу, з метою забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо цінних паперів і функціонування фондового ринку в Україні, координації діяльності міністерств, інших центральних органів державної виконавчої влади в цій сфері була створена як центральний орган державної виконавчої влади Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР).

Наступним важливим кроком у формуванні нормативної бази функціонування фондового ринку України стало прийняття Верховною

Радою України постанови від 22 вересня 1995 р. “Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України” [117]. Концепція, головною метою прийняття якої є становлення цілісного, високоліквідного, ефективного і справедливого як первинного, так і вторинного ринку цінних паперів в Україні, регульованого державного та інтегрованого у світові фондові ринки, визначила пріоритетні напрямки розвитку законодавства України про цінні папери. Вона розкриває основні принципи діяльності та перспективні напрямки розвитку Української фондової біржі. Зокрема в ній говориться: “діяльність біржі спрямована на створення в Україні централізованого ринку цінних паперів, який підлягає державному регулюванню і характерними ознаками якого мають бути котирування цінних паперів, ліквідність, гласність ринкової інформації з метою задоволення запитів кожного вкладника, довіра з боку широких верств населення”.

Основною подією у сфері розвитку законодавства про цінні папери в 1996 р. стало прийняття Закону України від 30 жовтня 1996 р. “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” [111]. Цим законом визначені мета і форми державного регулювання вторинного ринку цінних паперів, а також компетенція центральних органів державної виконавчої влади у сфері державного регулювання фондового ринку.

Відповідно до Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, функції по формуванню та забезпеченню реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування вторинного ринку цінних паперів в Україні, сприянню адаптації українського вторинного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів, координації діяльності центральних органів державної виконавчої влади з питань регулювання обігу цінних паперів в Україні виконує ДКЦПФР. Іншим державним органам надано повноваження здійснювати державний контроль на ринку цінних паперів у межах компетенції, визначеної чинним

законодавством. Крім того, певні повноваження у сфері регулювання і контролю за ринком цінних паперів надано фондовим біржам та саморегульвним організаціям учасників фондового ринку.

Разом із Законом України “Про цінні папери і фондову біржу”, Закони України “Про господарські товариства”, “Про банки і банківську діяльність”, “Про інститути спільного інвестування”, “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” та “Про внесення змін та доповнень до Закону України “Про цінні папери і фондову біржу” складають на сьогодні основну законодавчу базу функціонування вторинного ринку цінних паперів в Україні.

Значну роль в інфраструктурі вторинного ринку цінних паперів відводиться реєстраторам, зберігачам та депозитаріям. Для спрощення процедури передачі цінних паперів від одного власника до іншого, збільшення гарантій для власників цінних паперів щодо обліку прав на цінні папери та їх зберігання створюється Національна депозитарна система, діяльність якої регулюється Законом України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” [119]. Згідно цього закону для укладання на вторинному ринку (на фондовій біржі чи організаційно оформленому позабіржовому ринку) угод з цінними паперами, випущеними в документарній формі, ці цінні папери повинні бути знерухомлені в депозитарії, який обслуговує їх обіг, заведеному у депозитарну систему поряд з цінними паперами у бездокументарному вигляді.

Крім правових засад та загальних правил обігу в Україні цінних паперів у документарній та бездокументарній формі, в цьому законі також висвітлюються особливості засвідчення, переходу та реалізації прав власності на цінні папери, основи депозитарної, розрахунково-клірингової діяльності та діяльності по веденню реєстрів власників іменних цінних паперів. Функції надання дозволів на здійснення депозитарної діяльності, а

також контроль за діяльністю системи Національного депозитарію відповідно до закону покладається на ДКЦПФР.

Проаналізувавши стан розвитку законодавчої бази, слід зазначити, що за останні роки в Україні проведено деяку роботу у напрямку формування та вдосконалення законодавчої бази щодо вторинного ринку цінних паперів.

Зокрема, затверджені наказами ДКЦПФР та зареєстровані Міністерством Юстиції України:

- Положення про саморегульовану організацію ринку цінних паперів;
- Положення про організаційно оформлені позабіржові торговельно-інформаційні системи та інші.

Що стосується основних причин нерозвиненості вторинного ринку цінних паперів в Україні, то як було вже зазначено, розвиток даного ринку в Україні стримується насамперед, нерозвиненістю законодавчої бази, недостатньо чітко сформульованими правилами його функціонування. Діючи в даний час підзаконні акти найчастіше не містять необхідних норм, що могли б забезпечити реальний захист інтересів інвесторів. Відсутні чіткі критерії, які б дозволили провести границю між цінними паперами і їх імітацією, не передбачені санкції за порушення правил поведінки учасників фондового ринку, нерідко відсутні і самі правила.

Подальша законотворча робота в першу чергу, повинна бути спрямована на вирішення цілого кола проблем, що сьогодні існують у сфері правового забезпечення функціонування українського вторинного ринку цінних паперів, які можна окреслити наступним чином:

- законодавчі акти в цілому не мають необхідного ступеня детальності, вони суперечливі, на їх змісті позначалася боротьба між собою різних державних органів і концепції розвитку вторинного ринку цінних паперів;
- нормативна база, що спрямована на регулювання загального обігу цінних паперів, має великі прогалини, не охоплює найважливіші і

найбільш делікатні області ринку цінних паперів (приблизно 50% нормативних актів пов'язані з державними цінними паперами та приватизацією);

- українське законодавство має ухил у напрямку регулювання формальної (реєстрація, ліцензування, атестація і т.д.), а не змістової (достатність капіталів, попередження банкрутств) сторони діяльності суб'єктів ринку;
- безсистемне використання при розробці законодавчих актів різних іноземних та міжнародних правових стандартів і моделей, пов'язаних з вторинним ринком цінних паперів, загрожує у подальшому призвести створення суперечливої і недосконалої системи правового регулювання цього ринку;
- українська юридична термінологія у сфері цінних паперів часто не співпадає з міжнародною, що може спричинити колізії між вітчизняним та іноземним законодавством;
- нове законодавство має бути логічним продовженням і розвитком правових основ функціонування фондового ринку і зокрема вторинного ринку цінних паперів.

Слід також зазначити, що український ринок цінних паперів – це ринок, де переважають акції. Проте українські акції після їх реєстрації та публікації проспектів емісії не стають товаром на ринку. Їх подальший обіг є незначним (припиняється) з огляду на низьку інвестиційну привабливість.

Ефективно працюючий ринок цінних паперів припускає можливість для кожного інвестора проводити купівлю-продаж акцій будь-якого емітента, незалежно від його місцезнаходження. Більшість учасників вторинного ринку цінних паперів стали власниками акцій у результаті приватизації по сертифікатах (приватизаційним і компенсаційним). При бажанні продати акції вони змушені самотійно (і не завжди успішно) шукати покупців і, як правило, не в змозі реально визначити ціну акцій. В



даний час громадяни не повною мірою можуть реалізувати свої права в частині розпорядження придбаними акціями. Через нерозвиненість інфраструктури ринку практично відсутня можливість продажу акцій дрібними інвесторами. Потрібно відзначити, що окремі особи здійснюють покупку акцій, як правило, по замовленнях, з метою формування великих пакетів, тобто в даний час вторинний ринок обслуговує інтереси великих інвесторів, що прагнуть до перерозподілу власності і права управління компанією.

Також, на українському ринку відсутня достатня інформація про різні угоди, предметом яких можуть бути акції, і можливості їхнього здійснення. Не створена масова регіональна мережа незалежних банків-депозитаріїв, фондових магазинів, брокерських контор, що спеціалізуються на угодах з цінними паперами. Купівля-продаж цінних паперів на вторинному фондовому ринку повинна супроводжуватися своєчасною і правильною оплатою по укладених угодах, що вимагає створення розрахунково-клірингових центрів.

Розвиток вторинного ринку цінних паперів стримується і рядом інших об'єктивних і суб'єктивних факторів, основними з яких є:

- неврегульованість питання присутності на національному фондовому ринку нерезидентів і виходу українських емітентів і власників вітчизняних цінних паперів на міжнародні ринки капіталу;
- низька ліквідність фондових активів, що підтверджується відповідними рейтинговими оцінками міжнародних агентств, однією з причин якої є нерозвиненість інфраструктурного середовища;
- інформаційна закритість частини учасників ринку і відсутність достовірної та необхідної інформації, що робить ринок фактично непрозорим;

- невідповідність рівня розкриття інформації міжнародним стандартам;
- низький рівень масових інвестиційних пропозицій – недовіра, неадекватне сприйняття, матеріальна і психологічна невідповідність населення до операцій на фондовому ринку [57].

Аналіз ситуації, що склалася на вторинному ринку показує, що на біржовому ринку в обігу знаходиться невелика частина акцій окремих підприємств, що входять у розряд найбільш інвестиційно привабливих. Інша частина акцій не бере участь у вищезгаданих активних ринкових операціях та частково задіяна в операціях на вторинному ринку цінних паперів окремих регіонів. Ця частина досить значна по питомій вазі і може складати більше 90% акцій, що обертаються на вторинному ринку України. Проблема залучення даної частини акцій в активні фондові операції зв'язана з недостатньою зацікавленістю їхніх власників, їх слабкою інформованістю, а іноді і відсутністю необхідних знань по конкретних питаннях розвитку ринку цінних паперів.

## **1.2. Аналіз діяльності торговців цінними паперами**

Виконання головної задачі вторинного ринку цінних паперів здійснюється завдяки фінансовим посередникам, які безпосередньо займаються підприємницькою діяльністю на ринку цінних паперів. До таких посередників відносять торговців цінними паперами.

Торговцями цінними паперами визнаються суб'єкти підприємницької діяльності, створені у формі акціонерних товариств, статутний фонд яких сформовано за рахунок виключно іменних акцій, або інших товариств, для яких операції з цінними паперами становлять виключний вид їхньої діяльності [64]. Основною їх функцією вважається посередництво при укладанні угод між покупцями та продавцями цінних паперів, якими

можуть виступати як фізичні, так і юридичні особи, резиденти України та іноземні інвестори. Серед додаткових послуг, що пропонуються торговцями, можна виділити такі як надання консультацій з приводу придбання тих чи інших цінних паперів та підготовку документів щодо аналізу ринкових тенденцій [139].

Фактично в усіх країнах світу діяльність торговців цінними паперами вважається виключною та ліцензованою, тобто вони можуть здійснювати лише операції з цінними паперами і при цьому повинні отримати спеціальний дозвіл (ліцензію) на їх провадження.

У ст. 1 Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” визначено коло учасників ринку цінних паперів та дано визначення професійних учасників, до яких віднесено і торговців цінними паперами, а у ст. 4 – поняття “торгівля цінними паперами” [111]. Так, згідно даного Закону торгівля цінними паперами є не що інше, як здійснення цивільно-правових угод з цінними паперами, які передбачають оплату цінних паперів проти їх поставки новому власнику на підставі договорів доручення чи комісії за рахунок своїх клієнтів (брокерська діяльність) або від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу третім особам (дилерська діяльність), крім випадків, передбачених законодавством [32].

Безпосередньо обіг цінних паперів на вторинному ринку цінних паперів в Україні забезпечують торговці цінними паперами, які представлені:

- суб'єктами підприємницької діяльності, для яких цей вид діяльності є виключним (“чисті торговці”);
- комерційними банками;
- інвестиційними компаніями.

Як і у попередні роки, у 2001 році найбільшу кількість угод купівлі-продажу цінних паперів виконали торговці цінними паперами, які здійснюють виключний вид діяльності, так звані “чисті торговці”, (84%

загальної кількості) [71].

У 2001 р. порівняно з 2000 р. збільшився загальний обсяг угод укладених комерційними банками (на 10171 млн. грн.) та торговцями (на 18567 млн. грн.), і змінилася структура укладених угод за видами юридичних осіб, що укладали угоди з купівлі-продажу цінних паперів. Комерційні банки зменшили власну частку виконаних операцій на ринку цінних паперів з 43% у 2000 до 40% у 2001 році, у той час як частка “чистих торговців” зростає з 37,3% у 2000 році до 49% (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

## Обсяги виконаних угод купівлі-продажу

Вид торговців цінними паперами	Обсяг угод за роками, млн. грн.				
	1997	1998	1999	2000	2001
“Чисті торговці”	837	1391	5059	14641	33208
Інвестиційні компанії	523	548	1400	7546	8064
Комерційні банки	3981	7903	10242	17035	27206
Всього	5341	9842	16701	39222	68478

Необхідно розглянути, за рахунок чого “чисті торговці” досягли таких успіхів.

По-перше, у 1997-1998 роках основним фінансовим інструментом на ринку цінних паперів були облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), розміщення яких Міністерство фінансів України та Національний банк України здійснювали через уповноважені комерційні банки. Тому останні виконували понад 80% обсягів угод купівлі-продажу цінних паперів на ринку, здійснюючи переважно комерційну діяльність із цим фінансовим інструментом.

Інші торговці цінними паперами, в тому числі інвестиційні компанії, не мали у достатній кількості власних коштів для проведення комерційної діяльності з ОВДП, їх більше цікавили операції з акціями та іншими фінансовими інструментами. В цілому для цього періоду характерно, що

понад 65% всіх обсягів угод виконувалось за власний рахунок торговців, тобто здебільшого здійснювалась дилерська діяльність. Але за кількістю виконаних угод, навпаки, лідирувала посередницька діяльність за рахунок клієнтів, іншими словами, операції з акціями переважно здійснювали “чисті торговці” за рахунок своїх клієнтів. Кількість таких угод була великою, а сума середньостатистичної угоди з акціями – незначною, тобто проводилося переважно скуповування акцій у дрібних акціонерів і концентрація їх у портфелях торговців, інших фізичних та юридичних осіб.

Після кризи 1998 року ОВДП поступово перестають цікавити брокерів та дилерів. Комерційні банки все ж продовжують лідирувати за обсягами виконаних угод купівлі-продажу цінних паперів на фондовому ринку, але вже за рахунок операцій з іншим фінансовим інструментом – векселем.

По-друге, в 1999-2000 роках, на ринку за обсягами угод купівлі-продажу перше місце займали операції з векселями, і насамперед – з векселями Пенсійного фонду, Національної акціонерної енергетичної компанії, Державного казначейства, менше – з векселями підприємств паливно-енергетичного та металургійного комплексів та інших підприємств [71].

Аналізуючи діяльність торговців на вторинному ринку цінних паперів, можна відмітити, що порівняно з минулим роком кількість діючих торговців суттєво не змінилась. Стан кількості торговців, що діють на вторинному ринку цінних паперів відображає рис. 1.3.

Станом на 01.01.2002 року в Україні 859 торговців цінними паперами мали діючі дозволи, що на двадцять торговців більше ніж на 01.01.2000 року. Але в порівнянні з 1996 роком це збільшення є суттєвим і становить 155 торговців.

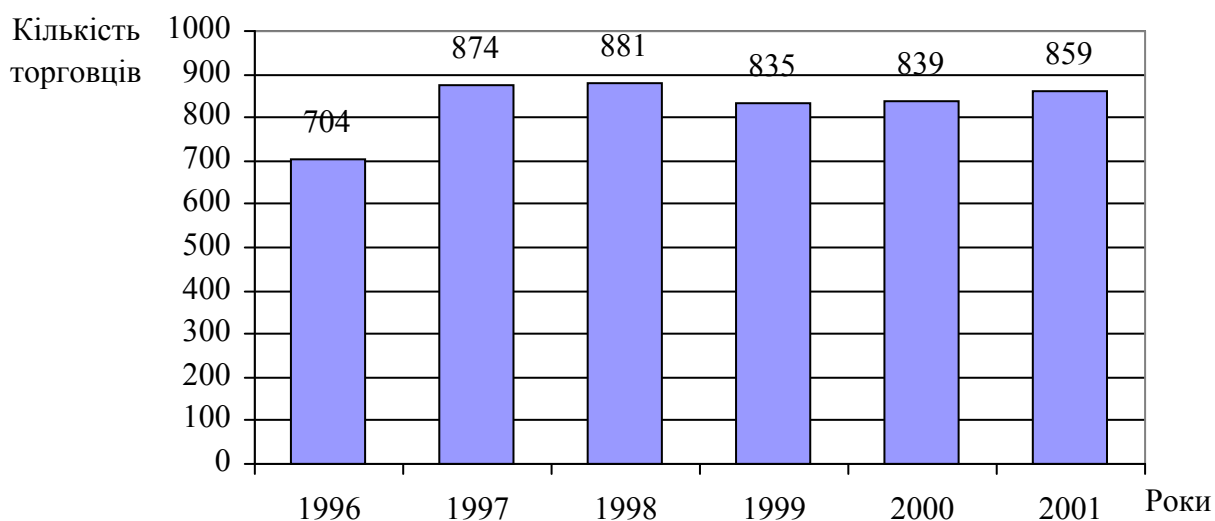


Рис. 1.3. Кількість торговців цінними паперами, які здійснюють професійну діяльність

За аналізуемий період, на національному вторинному ринку цінних паперів, найбільша кількість діючих торговців була 1998 році і становила 881. Всі зміни, що відбулися на ринку, викликані перш за все збільшенням обсягу торгів на українському ринку цінних паперів (рис. 1.4).

У 2001 році продовжилась тенденція до збільшення обсягу торгів на фондовому ринку. Станом на 01.01.2002 року загальний обсяг торгів на фондовому ринку України склав 64,481 млрд. грн., що майже у 2 рази більше ніж у 2000 році. У порівнянні з найменшим показником, що становив 7,5 млрд. грн. у 1997 році, обсяг торгів у 2001 році збільшився на 760%. Дана зміна обсягів торгів визвана, насамперед, збільшенням на фінансовому ринку кількості акціонерних товариств, що створилися під час приватизації та скупки акцій дрібних акціонерів для укрупнення пакетів акцій.

Протягом 2001 року торговцями цінними паперами було укладено угоди купівлі-продажу цінних паперів на суму, що приблизно дорівнює бюджету країни.

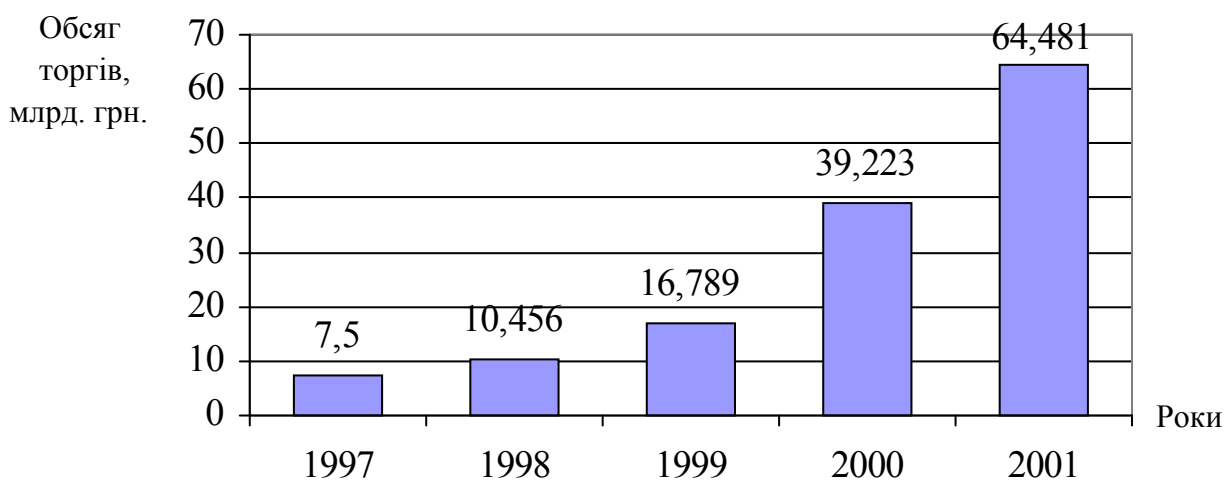


Рис. 1.4. Обсяг торгів на фондовому ринку України

За період з 1997 по 2001 рр. постійно збільшувалась кількість торговців, що здійснювали діяльність, тоді як темпи зростання загальної кількості суб'єктів підприємницької діяльності, які отримали дозвіл на здійснення діяльності з випуску та обігу цінних паперів, були значно повільнішими. Такий стан речей свідчить, насамперед, про зростання потреб фондового ринку у послугах професійних брокерів та дилерів, значне підвищення професійного рівня торговців цінними паперами, посилення контролю державних органів за здійсненням їхньої діяльності [72].

Згідно зі ст. 26 Закону України “Про цінні папери та фондову біржу” [120], торговці цінними паперами вправі здійснювати наступні види діяльності:

- діяльність з випуску цінних паперів;
- комісійна діяльність по цінних паперах;
- комерційна діяльність по цінних паперах.

ДКЦПФР для врегулювання питання здійснення торговцями діяльності з випуску та обігу цінних паперів своїм рішенням прийняла Правила здійснення комерційної та комісійної діяльності торговцями

цінними паперами [108].

Переважну більшість операцій на фондовому ринку України у 2001 році, як і в попередні роки, становлять комісійна та комерційна діяльність, частка яких становить 53% та 46% відповідно.

Динаміка обсягів виконаних угод з комерційної та комісійної діяльності наведена на рис. 1.5.

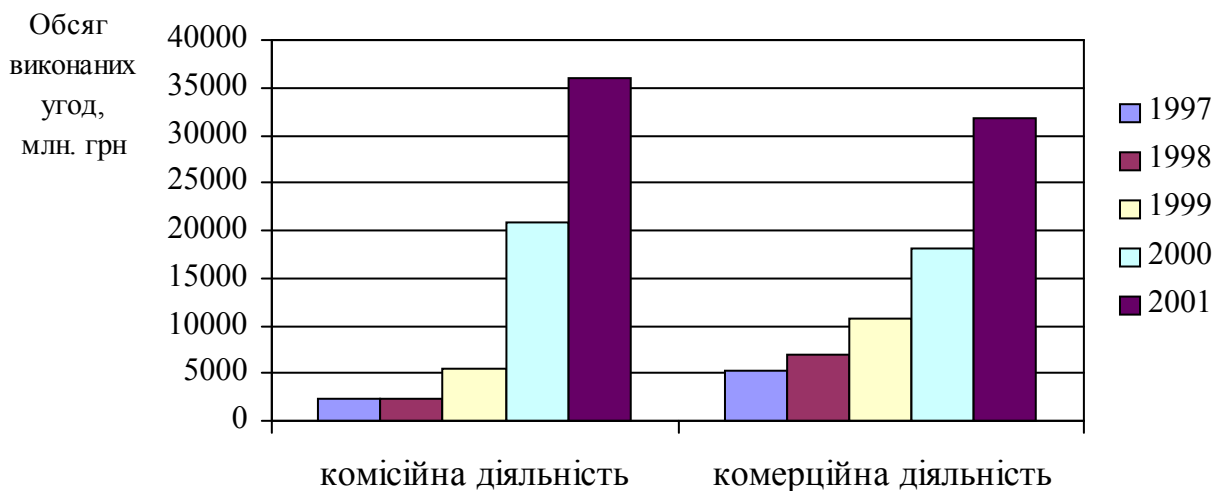


Рис. 1.5. Обсяг комісійних та комерційних операцій

Аналіз наведених даних показує, що обсяги операцій постійно збільшуються, причому обсяг виконаних комісійних операцій значно збільшився порівняно з попередніми роками. Дані зміни, перш за все, визвані збільшенням кількості укладання угод купівлі-продажу цінних паперів.

Характеризуючи види діяльності які можуть здійснювати торговці цінними паперами, необхідно відмітити, що суть андеррайтингової діяльності, яка, на жаль, не отримала поширення на українському фондовому ринку, полягає у наданні емітенту послуг з організації розміщення (первинного продажу) щойно випущених цінних паперів [139].

Що стосується поняття “комісійна діяльність”, то у двох вищезазначених законах воно має різні визначення. Так, згідно зі ст. 26



Закону України “Про цінні папери та фондову біржу”, “комісійною діяльністю по цінних паперах визнається купівля-продаж цінних паперів, що здійснюється торговцем цінними паперами від свого імені, за дорученням і за рахунок іншої особи”. А у ст. 4 Закону “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” [111] вже вводиться поняття “брокерська діяльність” і наводиться більш широке визначення: “...торгівля цінними паперами – здійснення цивільно-правових угод щодо цінних паперів, які передбачають оплату цінних паперів проти їх поставки новому власнику на підставі договорів доручення чи комісії за рахунок своїх клієнтів (брокерська діяльність)”. У Правилах [108] також введено визначення комісійної діяльності та дано визначення поняття “договір на обслуговування”, який передбачає, що торговець протягом певного терміну виконуватиме разові замовлення клієнта. А разове замовлення, згідно з Правилами, – це доручення клієнта надати послугу певного виду та виконати певну операцію з конкретними цінними паперами. Причому, із зазначених визначень не зрозуміло, чи є легітимним надання разових замовлень у вигляді доручень або комісії в межах одного договору обслуговування, чи торговцю необхідно укласти з клієнтом два різних договори на обслуговування у вигляді доручення та комісії.

Отже, комісійна діяльність здійснюється торговцями на підставі договорів доручення чи комісії. Різницю між цими видами договорів встановлює Цивільний кодекс України, який дає їх визначення.

Слід зазначити, що у проекті нової редакції Закону України “Про цінні папери та фондову біржу” вже дещо врегульовано розглядуване питання, зокрема, у ст. 29 наведено таке визначення: “Брокерською діяльністю з цінними паперами є укладення цивільно-правових угод щодо цінних паперів на підставі договорів доручення або комісії як від свого імені, так і від імені своїх клієнтів і за їх рахунок”. Таким чином, при

прийнятті Верховною Радою зазначеної редакції деякі розбіжності в нормативному полі будуть усунуті.

При аналізі звітів торговців було виявлено, що існує практика, коли торговці до підписання договору доручення чи комісії з клієнтом за власні кошти починають виконувати його замовлення, тобто у діяльності торговця присутні риси, більш притаманні кредитним установам, що абсолютно не відповідає визначенню комісійної діяльності. Хоча подібна практика і зменшує ризики інвесторів на ринку, але водночас змушує торговців працювати поза межами правового поля України [32].

Займаючись дилерською діяльністю, торговець купує чи продає власні цінні папери від свого імені та за свої кошти.

Хоча ч. 1 ст. 27 Закону України “Про цінні папери та фондову біржу” [120] встановлює виключний характер діяльності торговців цінними паперами, ч. 3 цієї ж статті також передбачає можливість для торговців здійснювати інші види діяльності, пов'язані з обігом цінних паперів, із зазначенням діяльності з надання консультацій їх власникам.

На особливу увагу на вторинному ринку цінних паперів заслуговує формування “центрів торгівлі” цінними паперами, до яких, насамперед, слід віднести м. Київ та Київську область. Зареєстровані тут торговці постійно виконують приблизно 60 % усіх угод, що укладаються в Україні (табл. 1.2) [150].

На другому місці вже більше трьох років перебувають торговці Дніпропетровської області: обсяг укладених ними угод коливався від 2418,59 млн. грн. у 1999 році до 11981,32 млн. грн. у 2001 році.

Третє місце – посідають торговці, зареєстровані у Донецькому регіоні. З III кварталу 1998 року по II квартал 2000 року його обіймали торговці Запорізького регіону. Такий перелив фінансових потоків до Донецького регіону свідчить, перш за все, про зацікавленість інвесторів саме в цінних паперах емітентів, розташованих у цьому регіоні.

Таблиця 1.2

## Обсяги торгівлі фондовими цінностями (за областями)\*

Області	Роки					
	1999		2000		2001	
	Обсяг виконаних угод, млн. грн	% від загальн. суми виконан. угод	Обсяг виконаних угод, млн. грн.	% від загальн. суми виконан. угод	Обсяг виконаних угод, млн. грн.	% від загальн. суми виконан. угод
АР Крим	217,767	1,290	191,704	0,490	310,190	0,450
Вінницька	6,014	0,030	78,366	0,200	67,390	0,100
Волинська	43,828	0,260	81,939	0,210	274,700	0,400
Дніпропетровська	2418,590	14,410	8803,560	22,440	11981,320	17,500
Донецька	881,153	5,250	2872,100	7,320	6409,820	9,360
Житомирська	0,473	0,003	19,785	0,050	4,920	0,010
Закарпатська	0,458	0,003	71,151	0,180	6,950	0,010
Запорізька	2339,660	13,940	1912,090	4,870	2429,790	3,550
Івано-Франківська	72,458	0,430	165,611	0,420	410,400	0,600
Київська	8748,870	52,110	21103,600	53,800	40096,900	58,550
Кіровоградська	7,198	0,040	33,939	0,090	14,600	0,020
Луганська	16,620	0,090	150,809	0,380	151,730	0,220
Львівська	172,973	1,030	489,431	1,250	313,530	0,460
Миколаївська	175,794	1,050	263,700	0,670	286,910	0,420
Одеська	219,835	1,310	759,175	1,940	1802,520	2,630
Полтавська	204,654	1,220	240,883	0,610	564,160	0,820
Рівненська	170,721	1,020	95,608	0,240	57,750	0,080
Сумська	2,760	0,020	9,524	0,020	28,030	0,040
Тернопільська	0,700	0,004	25,500	0,070	34,110	0,050
Харківська	879,177	5,240	1781,970	4,540	3069,450	4,480
Херсонська	12,186	0,070	21,757	0,060	22,040	0,030
Хмельницька	11,150	0,060	12,256	0,030	11,730	0,020
Черкаська	37,362	0,220	19,737	0,050	23,970	0,040
Чернівецька	2,909	0,020	2,961	0,010	36,480	0,060
Чернігівська	145,762	0,870	32,426	0,080	69,910	0,100
Всього	16789,100	100	39223,000	100	68481,300	100

\* Джерело: річний звіт ДКЦПФР за 2001 рік

Слід зазначити, що у 2001 році спостерігалось зменшення обсягів виконаних угод по Запорізькій, Кіровоградській, Закарпатській, Житомирській, Вінницькій та Львівській областях.

Проаналізувавши діяльність торговців цінних паперів на фондовому ринку України, необхідно відмітити, що незважаючи на виключно посередницький характер діяльності торговців, яким, як здавалося б, все одно, які цінні папери продавати та кому надавати послуги, цей вид діяльності є надзвичайно вразливим до будь-яких негараздів у сфері корпоративного управління.

Причиною цьому є те, що винагорода торговця цінними паперами, а відповідно і прибутковість його діяльності головним чином залежать від сукупного обсягу укладених угод за його допомогою, тобто від обороту цінних паперів, у той час як порушення емітентами прав інвесторів миттєво спричиняють падіння цін, скорочення попиту чи навіть припинення обігу цінних паперів таких емітентів.

Низький рівень корпоративної культури та недосконалість системи корпоративного управління призвели до того, що в Україні порушення прав інвесторів стали повсякденним явищем, яке підриває довіру капіталовкладників як до окремих інвестиційних інструментів, так і до ринку цінних паперів в цілому.

Сьогодні фондовий ринок України перетворився на ринок великих акціонерів, або стратегічних інвесторів, які користуються послугами торговців цінними паперами для акумуляції контрольних пакетів акцій, перекладаючи на плечі останніх функції, пов'язані зі скупкою акцій у дрібних акціонерів. Але, як свідчить практика, придбання стратегічним інвестором контрольного пакета акцій певного акціонерного товариства призводить до того, що інші інвестори втрачають інтерес до цих акцій і таке підприємство надовго залишає ринок цінних паперів. Це відбувається через відсутність в Україні належної практики корпоративного управління, яка б обмежувала можливість контролюючих акціонерів зловживати своїми правами, вдаючись до вилучення прибутків підконтрольного товариства чи вимивання його активів.

На думку міжнародних експертів, якщо така тенденція зберігатиметься ще кілька років, український фондовий ринок може просто зникнути, а разом із ним зникне і такий вид професійної діяльності, як торгівля цінними паперами [139].

Відсутність належних законодавчих гарантій прав дрібних та середніх інвесторів у такій ситуації перетворює їх фактично на беззахисних заручників особи, яка отримала контроль над підприємством.

Це обумовило дві серйозні проблеми, з якими стикнулися українські торговці цінними паперами. По-перше, це неухильне падіння інтересу до українського ринку цінних паперів з боку дрібних та середніх інвесторів, а по-друге – скорочення інвестиційно привабливих інструментів, пов'язане з тим, що підприємства-емітенти поступово залишають фондовий ринок.

### **1.3. Особливості обігу цінних паперів на біржовому та організованому позабіржовому вторинному ринку України**

Аналізуючи діяльність організаторів торгівлі цінними паперами, необхідно відмітити, що вони відіграють важливу роль серед учасників корпоративних відносин, оскільки виступають посередниками між продавцем та покупцем цінних паперів.

Головною метою діяльності організаторів торгівлі є створення умов для проведення операцій купівлі-продажу цінних паперів за формалізованими, заздалегідь встановленими правилами укладання угод, мінімізація строків оформлення цих угод, скорочення часу проведення розрахунків за ними, а також зменшення ризиків для інвесторів. З урахуванням цього, ефективна діяльність організаторів торгівлі має значний вплив на формування та розвиток корпоративних відносин на підприємствах-емітентах цінних паперів.

Згідно з дослідженням, проведеним фахівцями фондового ринку,

діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку можна визначити як надання послуг, які безпосередньо сприяють укладанню цивільно-правових угод по цінних паперах між учасниками цього ринку [133].

Організатори торгівлі є ліцензованими професійними учасниками ринку, які повинні розробляти внутрішні операційні процедури, що забезпечують виконання правил як самим організатором торгівлі, так і його учасниками.

На вітчизняному вторинному ринку цінних паперів організатори торгівлі розподіляються на два типи: фондові біржі та позабіржові фондові торговельні системи.

У 2000 році в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано ще одного організатора торгівлі, а саме: Українську міжнародну фондову біржу (рішення ДКЦПФР від 05.12.2000 р. № 224).

Таким чином, на сьогодні в Україні зареєстровано 7 фондових бірж та 2 торговельно-інформаційні системи.

Зосередження вторинного обігу цінних паперів на організаторах торгівлі має суттєве значення для функціонування фондового ринку, зокрема, для підвищення його відкритості, прозорості, ліквідності, інвестиційної ефективності, збільшенню кількості укладених угод, визначенню справедливої ціни на цінні папери, що, в свою чергу, призведе до збільшення податкових надходжень до бюджету.

Вирішення проблеми регулювання попиту та пропозиції історично привело до необхідності зосередження угод купівлі-продажу цінних паперів на організаційно оформлених ринках з метою зменшення ризиків, пов'язаних з непередбачуваним коливанням цін.

Досвід показує, що торгівля цінними паперами на провідних біржах світу вважається престижною, що свідчить про високий рівень

інвестиційної привабливості підприємства-емітента і при цьому вимагає від нього фінансових витрат для проходження процедури лістингу.

Проведений аналіз щодо обігу цінних паперів, показує, що ситуація, що склалася в Україні, зовсім інша. Заохочувальні заходи організаторів торгівлі не сприяють концентрації укладання угод купівлі-продажу цінних паперів на організаторах торгівлі. Тому питання врегулювання процесів, що відбуваються на фондовому ринку, зокрема, зосередження обігу цінних паперів на організаційно-оформленому ринку, обумовлює необхідність прийняття саме законодавчих актів.

На організованому ринку цінних паперів України у 2001 році спостерігалось деяке пожвавлення, що було викликано як збільшенням пропозицій первинного продажу акцій приватизованих підприємств, так і загальним збільшенням вторинного обігу цінних паперів. У таблиці 1.3 наведено розподіл обсягів торгів на вторинному ринку за видами цінних паперів в Україні на організаційно-оформленому ринку.

Протягом 2001 року на вторинному ринку цінних паперів було укладено угод на загальну суму 9,011 млрд. грн., що майже в п'ять разів більше аналогічного показника у 2000 році.

У порівнянні з минулим роком ситуація на вторинному ринку не змінилася, лідерами серед організаторів торгівлі залишились ПФТС (2000 р. – 70%, 2001 р. – 69%) та УМВБ (2000 р. – 29%, 2001 р. – 31%), які займають майже 99% за обсягами торгів.

Таблиця 1.3

Обсяги торгів на організованому вторинному ринку (за видами фінансових інструментів)\*

Організатор торгівлі	Обсяги торгів на вторинному ринку за роками, млн. грн.													
	1999				2000				2001					
	акції	векселі	ОВДП	всього	акції	векселі	ОВДП	всього	акції	векселі	ОВДП	інші	всього	
Донецька фондова біржа (ДФБ)	0,115	–	–	0,115	6,025	0,179	–	6,204	1,410	0,100	–	–	1,510	
Київська міжнародна фондова біржа (КМФБ)	9,652	43,260	–	52,912	0,067	1,400	–	1,467	39,560	0,263	–	–	39,824	
Перша фондова торговельна система (ПФТС)	577,681	316,898	59,701	954,280	1309,942	45,750	0,430	1356,122	997,995	97,368	4884,808	139,269	6119,440	
Південноукраїнська торговельно-інформаційна система (ПТІС)	1,087	–	–	1,087	2,430	–	–	2,430	0,021	0,000	–	–	0,021	
Придніпровська фондова біржа (ПФБ)	17,562	0,853	–	18,415	0,0002	0,593	–	0,593	3,387	0,115	–	–	3,502	
Українська міжбанківська валютна біржа (УМВБ)	–	80,100	140,385	220,485	0,004	11,997	561,820	573,823	–	–	2741,406	26,765	2768,171	
Українська фондова біржа (УФБ)	11,044	204,994	–	216,038	14,483	2,245	–	16,728	4,237	38,087	–	–	42,325	
Кримська фондова біржа (КФБ)	–	–	–	–	0,095	0,007	–	0,102	–	–	–	–	–	
Українська міжнародна фондова біржа (УМФБ)	–	–	–	–	–	–	–	–	36,348	–	–	–	36,348	
Всього	617,141	646,105	200,086	1463,332	1333,046	62,171	561,250	1957,469	1082,937	135,933	7626,214	166,034	9011,119	

\* Джерело: річний звіт ДКЦПФР за 2001 рік



Серед фінансових інструментів за обсягами торгів на вторинному організованому ринку у 2001 році переважну позицію займали облігації внутрішньої державної позики – 85% (рис. 1.6), у 2000 році ця частка становила 28,69%. Друге місце за обсягами торгівлі на ринку цінних паперів займали акції підприємств – 12%, але в порівнянні з 1999 та 2000 роком (відповідно 42,17% і 68,14%) вторинний ринок акцій значно зменшився.

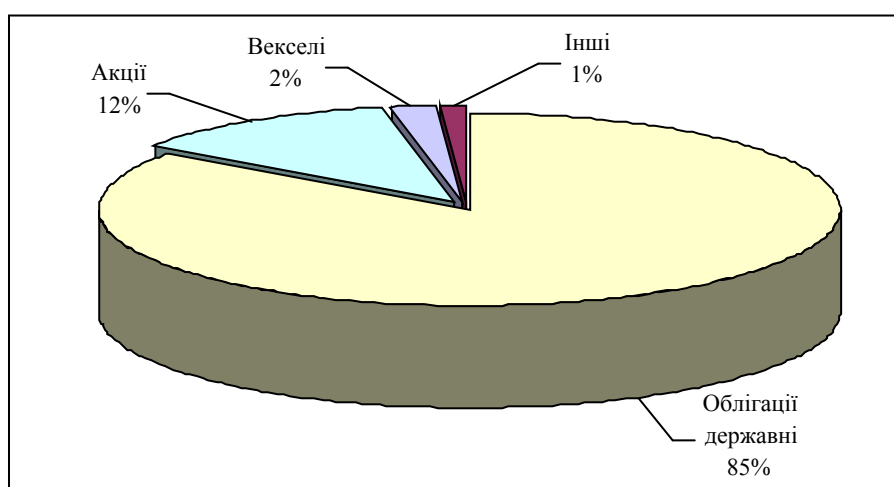


Рис.1.6. Структура вторинного ринку цінних паперів за фінансовими інструментами у 2001 р.

Найбільшу питому вагу у структурі вторинного ринку цінних паперів у 1999 році займали векселі, але в 2000 році відбулося зменшення з 44,15% до 3,18% або з 646,104 млн. грн. до 62,171 млн. грн.

Необхідно також відмітити, що значно зросла частка ОВДП – від 28,69% до 85%, відповідно в грошовому виразі вони становлять 561,250 млн. грн. у 2000 році та 7626,214 млн. грн. у поточному році. Причиною цього є те, що в 2000 році Міністерство фінансів України здійснило чергові транші ОВДП.

Як зазначають економічні джерела, фондова біржа як організаційно-правова структура є акціонерним товариством, яка зосереджує у собі попит та пропозицію щодо цінних паперів, сприяє формуванню їх біржового курсу

і здійснює свою діяльність відповідно до Законів України “Про цінні папери та фондову біржу” [120] та “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” [111], інших законодавчих та нормативно-правових актів, а також статуту та правил фондової біржі.

Іншими словами, фондова біржа – це місце, де зустрічаються інтереси продавця та покупця цінних паперів, ціна на які визначається попитом та пропозицією на них. При цьому сам процес купівлі-продажу регламентується правилами та нормами, що свідчить про організованість ринку [133].

Необхідно підкреслити, що фондові відділи інших (товарних і валютних) бірж прирівнюються до фондових бірж, тому у своїй діяльності (крім питань створення) не відрізняються від останніх.

Зважаючи на все вищевикладене, можна виділити деякі завдання, які повинна виконувати фондова біржа на вторинному ринку.

1. Централізація місця, де може проходити перепродаж цінних паперів.
2. Виявлення рівноважної біржової ціни.
3. Акумулявання тимчасово вільних грошових ресурсів та сприяння передачі прав власності.
4. Забезпечення гласності та відкритості біржових торгів.
5. Забезпечення арбітражу, тобто механізму безперешкодного вирішення спорів.
6. Забезпечення гарантій виконання угод, укладених у біржовому залі.
7. Розробка етичних стандартів, кодексу поведінки учасників біржової торгівлі.

Зважаючи на перераховані завдання, організований ринок надає досить значні гарантії щодо укладення цивільно-правових угод з цінними паперами, мінімізуючи ризики та можливість несприятливих наслідків за ними, проте вимагає розкриття інформації та інших, власне матеріальних, витрат для користування послугами організаторів торгівлі [133].

Аналізуючи особливості обігу цінних паперів на біржовому ринку, можна зазначити, що відмінною рисою фондової біржі є некомерційний характер її діяльності. До торгів на організованому фондовому ринку (включення цінних паперів до біржового бюлетеня котирування) допускаються цінні папери надійних емітентів, для чого вони повинні пройти процедуру лістингу. Дотримання передбаченого порядку лістингу є важливим правилом організаторів торгівлі на фондовому ринку.

Позабіржовий організований ринок цінних паперів в Україні, являє собою досить розгалужену телекомунікаційну мережу, яка об'єднує учасників торгових операцій і забезпечує надання їм необхідної інформації для укладання угод по цінних паперах. В усіх країнах, позабіржовий ринок функціонує як інформаційно-довідкова система. Учасники торгів отримують у системі тільки інформацію про ціни на акції, які встановлюються різними дилерами. Для укладання угоди вони зв'язуються з дилером і домовляються про всі умови купівлі-продажу цінних паперів. Таким чином, позабіржові угоди повинні здійснюватися в рамках торговельно-інформаційних систем (ТІС), створених торговцями цінними паперами.

Торговельно-інформаційною системою, за законодавством України визнається юридична особа, яка здійснює діяльність з організації торгівлі на позабіржовому ринку володіє або управляє електронними торговельно-інформаційними мережами чи іншою системою засобів, що надає можливість обміну пропозиціями щодо купівлі та продажу цінних паперів.

Незважаючи на те, що біржовий і позабіржовий ринки конкурують між собою, їх слід розглядати як частини єдиного фондового ринку, які доповнюють одна одну.

Найбільш відомим та розвиненим організатором торгівлі на вітчизняному позабіржовому ринку є асоціація “Перша фондова торговельна система”, яка об'єднує компанії – торговців цінними паперами більшості областей України. Майже 70% обсягу торгів на вторинному

ринку цінних паперів припадає на ПФТС, що відображає рис. 1.7 (у 2000 році 65%).

Значно зросла частка УМВБ (з 15% до 29%). В значній мірі зменшилась у загальному обсязі торгів на вторинному ринку частка УФБ з 14% до 0,85%.

Цінні папери, що допускаються до торгів у системі ПФТС, також повинні пройти лістинг, до якого цінні папери допускаються за кількома критеріями.

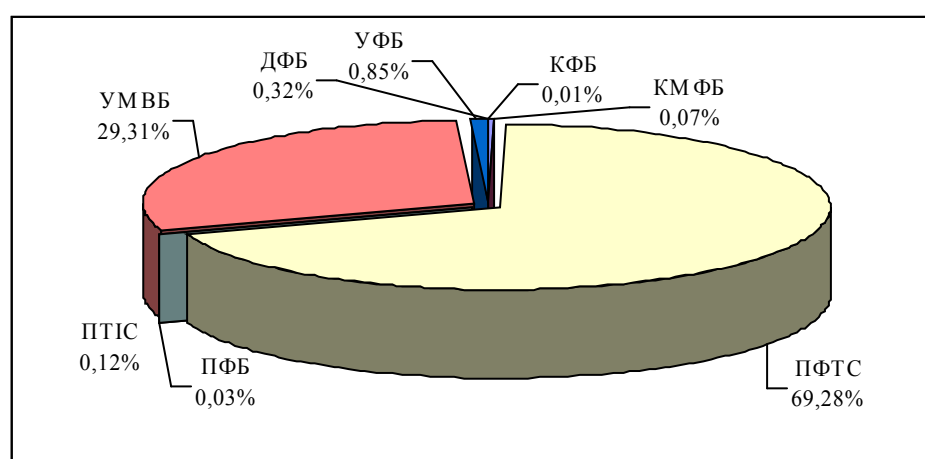


Рис. 1.7. Структура вторинного ринку цінних паперів у 2001 р.

Згідно із проведеним аналізом, ПФТС не лише виконує функцію ціноутворення на ринку – а й, головне, забезпечує його прозорість для інвесторів. Досягається це завдяки процедурі рейтингу цінних паперів, включених до лістингу, а також рейтингом торговців ПФТС.

Відповідно до умов рейтингу цінних паперів враховуються такі показники: обсяг угод, укладених по визначеному цінному паперу, різниця між найвищою ціною купівлі та найвищою ціною продажу, визначена у відносних одиницях, кількість котирувань, виставлених у системі по даному цінному паперу. На підставі цих показників потенційний інвестор може зробити висновок про доцільність вкладання коштів у ті чи інші цінні

папери, що котируються на ПФТС.

В цілому практика функціонування біржового та позабіржового ринків, свідчить про наближення вторинного фондового ринку до дрібного інвестора та збільшення обсягу інвестицій в акціонерні товариства.

Крім того, необхідно відмітити, що позитивним фактором в діяльності організаторів торгівлі на вторинному ринку є оперативний пошук найбільш вигідних для інвесторів об'єктів вкладання капіталу.

І нарешті, функціонування бірж та позабіржових систем сприяє розвитку електронних інформаційних мереж, інформаційних технологій, що, у свою чергу, впливає на підвищення прозорості обігу цінних паперів [72].

Таким чином, для розвитку біржового та позабіржового ринку цінних паперів, на сьогоднішній день, потрібно вирішити комплекс проблем. Участь у цьому процесі мають взяти як держава, так і самі учасники ринку. Адже від позитивних зрушень у даному напрямі залежатиме подальший розвиток вітчизняного вторинного ринку цінних паперів.

#### **1.4. Специфіка організації роботи учасників Національної депозитарної системи**

Стандартизація на ринку цінних паперів у поєднанні з можливістю застосування нових інформаційних технологій дала поштовх розвитку депозитарної діяльності як системної функції ринкової інфраструктури з виконання угод та обліку прав власності. При цьому, необхідно відмітити, що основна маса укладених угод щодо цінних паперів припадає на вторинний ринок цінних паперів. Тому цілком природно, що депозитарна діяльність відіграє важливу роль у становленні та розвитку вторинного ринку і в останні десятиріччя стала одним з провідних видів професійної діяльності на світових ринках цінних паперів. Значною мірою процедури

обліку, клірингу та розрахунків визначають дієвість та ефективність фондового ринку і допомагають забезпечити його цілісність, знизити рівень ризику і заощадити значні кошти.

Інфраструктуру вторинного ринку цінних паперів утворюють інститути, які забезпечують функціонування ринку, створюють необхідні умови для обігу цінних паперів на біржовому та позабіржовому ринках, сприяють укладанню угод щодо цінних паперів між учасниками ринку.

Укладання угоди з цінними паперами на організованому ринку переважно здійснюється не між покупцем і продавцем, а між покупцем (продавцем) та фінансовим посередником. Усі розрахунки за угодою та виявлення зобов'язань сторін здійснюються в процесі клірингу, а виконання угоди – в процесі розрахунків. Тобто всі етапи на організованому вторинному ринку досить відокремлені, внаслідок чого на ринку з'являються відокремлені організації, які здійснюють кліринг та розрахунки між учасниками ринку і функціонують у вигляді самостійних юридичних осіб або спеціалізованих структурних підрозділів бірж. На сьогоднішній день, необхідними складовими інфраструктури вторинного ринку цінних паперів є: реєстраційні мережі, розрахунково-клірингові та депозитарні системи.

Як показує практика, реєстраційну мережу утворюють реєстратори – суб'єкти підприємницької діяльності, для яких ведення реєстру є винятковим видом діяльності, та емітенти цінних паперів, які мають право вести реєстр власників цінних паперів згідно з чинним законодавством.

Діяльність по веденню реєстру власників іменних цінних паперів полягає в зборі, фіксації, обробці, зберіганні та наданні інформації, що складає систему ведення реєстру. Ведення реєстру передбачає облік та зберігання протягом певного терміну інформації про власників іменних цінних паперів та про операції, внаслідок яких виникає потреба внесення змін до реєстру. Діяльність по веденню реєстру власників іменних цінних

паперів можуть здійснювати емітенти або реєстратори за наявності дозволу, що видається Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Ведення реєстрів власників іменних цінних паперів є виключною діяльністю суб'єктів підприємницької діяльності і не може поєднуватися з іншими видами діяльності, крім депозитарної. Емітент може вести власний реєстр самостійно, якщо чисельність власників іменних цінних паперів у сукупності з усіх випусків цінних паперів не перевищує 500, тобто чисельність, визначену Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку як максимальну для організації самостійного ведення реєстру.

Якщо чисельність власників іменних цінних паперів емітента перевищує кількість, визначену ДКЦПФР як максимальну для організації самостійного ведення реєстру емітентом, емітент зобов'язаний доручити ведення реєстру реєстратору. Реєстратор веде такий реєстр на умовах договору, що укладається з емітентом цінних паперів. Договір на ведення реєстру емітент може укласти тільки з одним реєстратором. При цьому такий договір не знімає з емітента відповідальності щодо виконання обов'язків, які випливають із угод по цінних паперах.

Статутний фонд реєстратора повинен бути сформований виключно за рахунок грошових коштів у розмірі, встановленому ДКЦПФР. Органи державної влади, а також Центри сертифікатних аукціонів та їх правонаступники не можуть бути засновниками або учасниками реєстратора. Крім того, не можуть бути засновниками або учасниками реєстратора працівники депозитаріїв, зберігачів та інших реєстраторів, а також державних органів, які здійснюють контроль за діяльністю Національної депозитарної системи. Якщо засновником реєстратора виступає емітент, реєстр якого веде зазначений реєстратор, то частка цього емітента в статутному фонді реєстратора не має перевищувати 10%. А коли засновником реєстратора виступає професійний учасник ринку цінних паперів або банк – торговець цінними паперами, то частка цього засновника

в статутному фонді реєстратора не повинна бути більшою 25%.

Реєстром власників іменних цінних паперів є список зареєстрованих власників, складений на певну дату, із зазначенням кількості, номінальної вартості, категорії цінних паперів. Ведення реєстру може здійснюватись як на паперових носіях, так і у вигляді електронних записів. Згідно з реєстром, емітент виконує свої обов'язки перед акціонерами, здійснює виплату дивідендів, веде облік руху цінних паперів, виконує інші дії стосовно цінних паперів. Підставою для внесення змін до реєстру власників іменних цінних паперів є документи, відповідно до яких змінюється право власності на відповідні іменні цінні папери. Крім безпосереднього ведення реєстру реєстратор може за домовленістю з емітентом накопичувати інформацію про акціонерне товариство, власників та номінальних утримувачів цінних паперів, допомагати в підготовці та проведенні загальних зборів акціонерів, здійснювати контроль за угодами великого обсягу з цінними паперами цього емітента.

Крім того, реєстратор зобов'язаний на вимогу власника цінних паперів або, його представника, а також номінального утримувача надати виписку з реєстру власників іменних цінних паперів. Власник або його представник чи номінальний утримувач не мають права вимагати внесення до виписки інформації, що виходить за межі компетенції реєстратора, у тому числі інформації про інших власників та кількість цінних паперів, які їм належать.

Оплата послуг реєстратора здійснюється за тарифами, які встановлює сам реєстратор. Максимальний розмір тарифів встановлюється Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Антимонопольним комітетом України.

Реєстратор та емітент, що отримали дозвіл на ведення реєстру, зобов'язані періодично звітувати перед ДКЦПФР про результати своєї діяльності у терміни та в порядку, встановлені нею. Контроль за діяльністю реєстраторів та емітентів, що ведуть власний реєстр, здійснює ДКЦПФР та її



територіальні органи відповідно до Закону “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” та інших законодавчих актів України [187].

Проведений нами аналіз показує, що порівняно з попередніми роками тенденція щодо кількості виданих ДКЦПФР дозволів на здійснення діяльності щодо ведення реєстру власників іменних цінних паперів суттєво не змінилась (рис. 1.8).

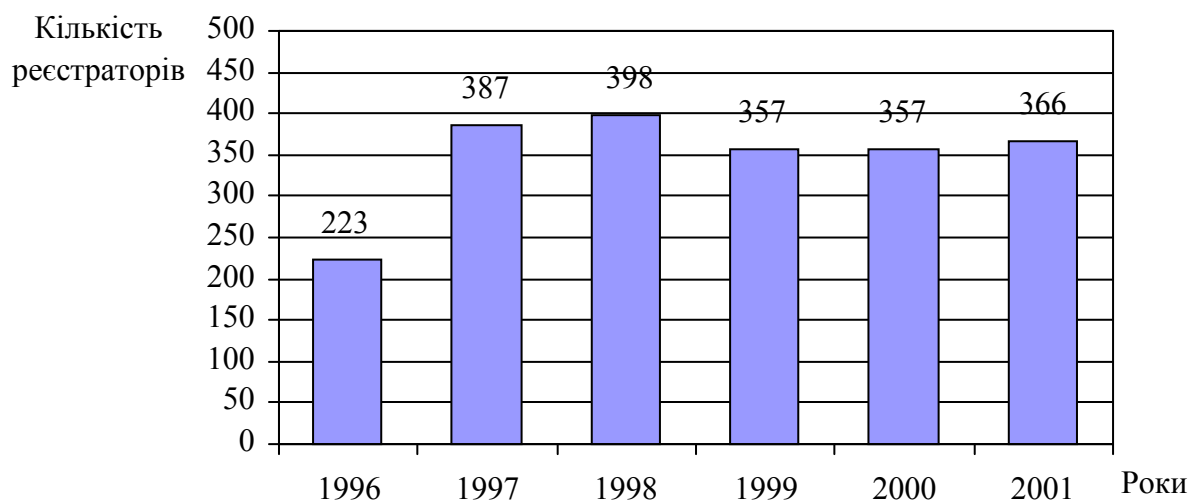


Рис. 1.8. Динаміка кількості реєстраторів, які здійснювали професійну діяльність

Доцільно вказати також на те, що регіональне представництво реєстраторів власників іменних цінних паперів сформувалося у попередні роки. Більшість з них знаходиться у промислово розвинутих регіонах в яких сконцентрована переважна більшість емітентів іменних цінних паперів.

Найбільша кількість реєстраторів зосереджена в Київському регіоні – 113, Харківському – 29, Дніпропетровському – 29, Донецькому – 21, Одеському – 18, Запорізькому 16, Автономній Республіці Крим – 11. В усіх інших регіонах кількість реєстраторів складає 129.

В Україні спостерігається загальна тенденція розгалуження реєстраторів за допомогою створених підпорядкованих підрозділів у

регіонах. Таким чином, здійснюється значний вплив найбільш крупних реєстраторів.

Особливо виділяються чотири регіони, де кількість діючих підпорядкованих підрозділів переважає над кількістю діючих самих реєстраторів. Так, у Волинській області зареєстровано 4 реєстратори та 6 підпорядкованих підрозділів, у Закарпатській області 3 та 5 відповідно, у Сумській області 3 та 6, у Кіровоградській області 4 та 5. У той же час частка реєстраторів, які зареєстрували підпорядковані підрозділи, у загальній кількості реєстраторів складає лише 5,2%.

Аналіз діяльності реєстраторів свідчить, що здійснення реєстраторами діяльності шляхом створення підпорядкованих підрозділів, є найбільш характерним для банківських установ, що мають ліцензію на право здійснення діяльності щодо ведення реєстрів власників іменних цінних паперів. Це посилює вплив банківського капіталу, створює умови для розвитку фінансових конгломератів.

У 2001 році продовжує спостерігатися тенденція щодо збільшення кількості номінальних утримувачів у системах реєстрів. Так, порівняно з 2000 р. це збільшення відбулося в 1,3 рази. Дані зміни, насамперед, пов'язані з поступовим укрупненням пакетів акцій приватизованих підприємств, з розвитком інститутів зберігачів, депозитаріїв та створенням сприятливих умов для обігу цінних паперів у бездокументарній формі. Також спостерігається тенденція до поступового скорочення кількості емітентів, які ведуть власний реєстр іменних цінних паперів. Все більше емітентів передають права ведення реєстру професійним реєстраторам.

Крім того, існує тенденція до постійного зростання кількості здійснених реєстраторами у реєстрах операцій з номінальними утримувачами.

Динаміка основних показників діяльності реєстраторів іменних цінних паперів протягом останніх років відображена у табл. 1.4.

Таблиця 1.4

## Основні показники діяльності реєстраторів\*

Найменування показника	Роки			
	1998	1999	2000	2001
Кількість емітентів іменних цінних паперів, що передали ведення реєстрів реєстраторам	12373	14938	16035	17593
Кількість випусків іменних цінних паперів, які обслуговують реєстратори	12909	15336	16417	17928
Кількість власників іменних цінних паперів у реєстрах (тис.)	18511,5	19123,3	17577,8	17760,2
Кількість номінальних утримувачів у реєстрах	256	2084	4423	5579

\* Джерело: річний звіт ДКЦПФР за 2001 рік

Станом на 01.01.2002 р. в реєстрах емітентів налічується понад 17,760 мільйонів власників іменних цінних паперів. Необхідно зазначити, що на сьогодні тенденція щодо кількості власників іменних цінних паперів у системах реєстру дещо стабілізувалася, але очікується, що кількість власників іменних цінних паперів у системах реєстру буде скорочуватися, а процес концентрації капіталу буде поживлятися. Це пов'язано з завершенням масової приватизації підприємств та поступовим укрупненням пакетів акцій приватизованих підприємств та формуванням реальних власників цих пакетів.

Наступними складовими інфраструктури вторинного ринку цінних паперів є розрахунково-клірингова та депозитарна діяльність. Під клірингом розуміють залік взаємних вимог та зобов'язань. Кліринг за угодою з цінними паперами полягає в обчисленні грошових сум, які підлягають переказу, і кількості цінних паперів, що мають бути поставлені за результатами угоди. Розрахунки полягають у виконанні зобов'язань, визначених у процесі кліринга.

Розрахунково-клірингова діяльність по цінних паперах полягає у

визначенні та виконанні взаємних зобов'язань по поставці цінних паперів учасникам операцій з цінними паперами, розрахунково-клірингова діяльність по грошових коштах – у визначенні та виконанні взаємних зобов'язань по поставці (переказу) грошових коштів у зв'язку з операціями з цінними паперами. В результаті клірингу та розрахунків здійснюються передача цінних паперів від продавця до покупця та грошові розрахунки покупця з продавцем відповідно до вимог контракту. Фактично кліринг між учасниками біржової торгівлі встановлює, хто, кому і в які терміни має сплатити грошові кошти та поставити цінні папери.

Під час проведення аналізу, нами визначено, що кліринг і розрахунки класифікують залежно від виду біржового активу та рівня централізації. За рівнем централізації розрізняють кліринг окремої біржі (між членами клірингової палати та між членами біржі), міжбіржовий кліринг та міжнародний кліринг.

До основних функцій біржового клірингу та розрахунків можна віднести:

- забезпечення процесу реєстрації укладених біржових угод (передача й отримання інформації про угоду, її перевірка і підтвердження, реєстрація угоди);
- облік зареєстрованих угод;
- залік взаємних зобов'язань і платежів учасників біржового ринку;
- гарантійне забезпечення біржових угод;
- організація грошових розрахунків;
- забезпечення поставки біржового активу покупцеві.

Як показує практика, при здійсненні клірингу, окремо ведуться облік коштів клієнтів і фінансових посередників. Угоди надходять до розрахунково-клірингової системи тільки після їх реєстрації та перевірки всіх реквізитів. Існує жорсткий графік клірингу і розрахунків, при порушенні якого накладаються штрафні санкції. Механізм клірингу і

розрахунків гарантує кожній із сторін біржової угоди виконання її умов. Так, у разі невиконання умов угоди іншою стороною біржова структура бере на себе виконання цих умов.

Кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів на вітчизняному ринку здійснюються виключно депозитаріями, які забезпечують поставку цінних паперів на рахунки зберігачів у депозитарії з одночасною оплатою грошових коштів на рахунках зберігачів. Взаєморозрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються на основі розрахункових документів, наданих сторонами відповідно до договорів, що передбачають перехід права власності на цінні папери, або інформації, наданої фондовими біржами та організаційно оформленим позабіржовим ринком. Кліринговий депозитарій для виконання грошових розрахунків за угодами щодо цінних паперів зобов'язаний користуватися послугами, які надають розрахункові банки згідно із відповідним договором.

Згідно Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”, депозитарна діяльність – це надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках (включаючи кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів [119]. Обслуговування обігу державних цінних паперів, у тому числі депозитарну діяльність щодо цих паперів, здійснює Національний банк України.

Депозитарний облік цінних паперів можуть здійснювати зберігачі для власників цінних паперів та депозитарії для зберігачів та емітентів. Зберігачами цінних паперів можуть виступати комерційні банки, які мають дозвіл на здійснення діяльності по випуску та обігу цінних паперів, і торговці цінними паперами за наявності відповідного дозволу. У статутному фонді зберігача частка іншого зберігача або торговця цінними паперами, інвестиційної компанії, страхової компанії та іншого інституційного

інвестора не може перевищувати 5%.

Зберігання проводять за дорученням власників операції з депонованими цінними паперами і здійснюють іншу депозитарну діяльність, пов'язану з обігом цінних паперів, за винятком клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів. У разі отримання зберігачем дозволу на ведення реєстрів власників іменних цінних паперів зберігачу забороняється здійснювати будь-які операції з цінними паперами, реєстр власників яких він веде, крім операцій реєстратора за договором з емітентом. Зберігач не може бути інвестиційним керуючим депонента, який є інституційним інвестором.

Оплата послуг зберігача проводиться за тарифами, встановленими самим зберігачем. Максимальний розмір тарифів встановлюється Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Антимонопольним комітетом України [187].

На підставі проведеного аналізу, можна констатувати той факт, що у 2001 році кількість виданих Комісією дозволів на здійснення професійної депозитарної діяльності зберігача збільшилась (рис.1.9).

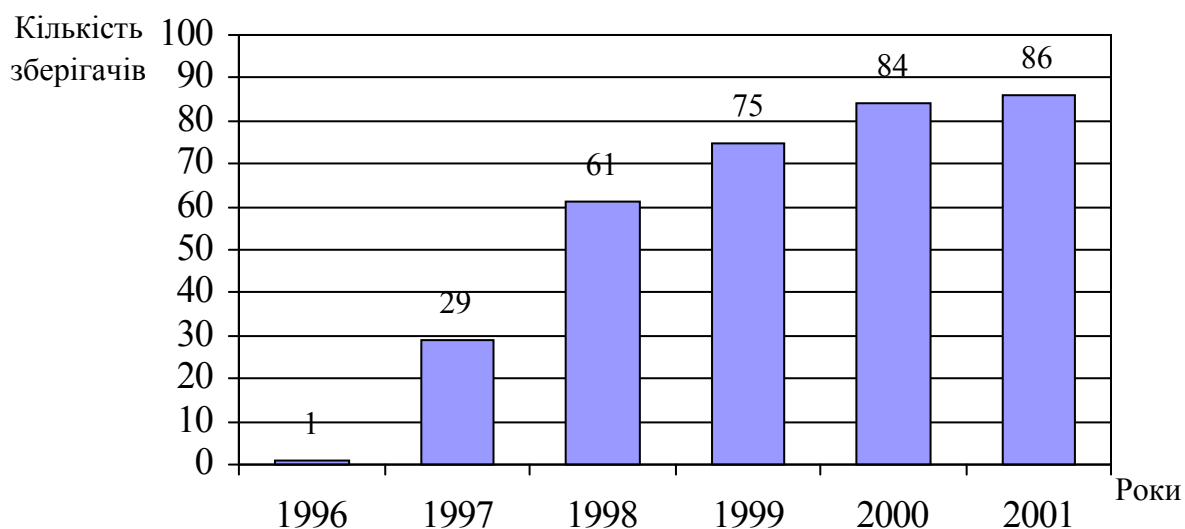


Рис. 1.9. Динаміка кількості зберігачів цінних паперів

Аналіз показує, що суб'єкти підприємницької діяльності, які надають послуги щодо зберігання цінних паперів, зареєстровані лише у 12 з 25

регіонів України. Слід зазначити, що 64% від загальної кількості зберігачів зареєстровано у м. Києві та Київській області (рис. 1.10). Переважна більшість областей та регіонів України зовсім не мають власних зберігачів цінних паперів.

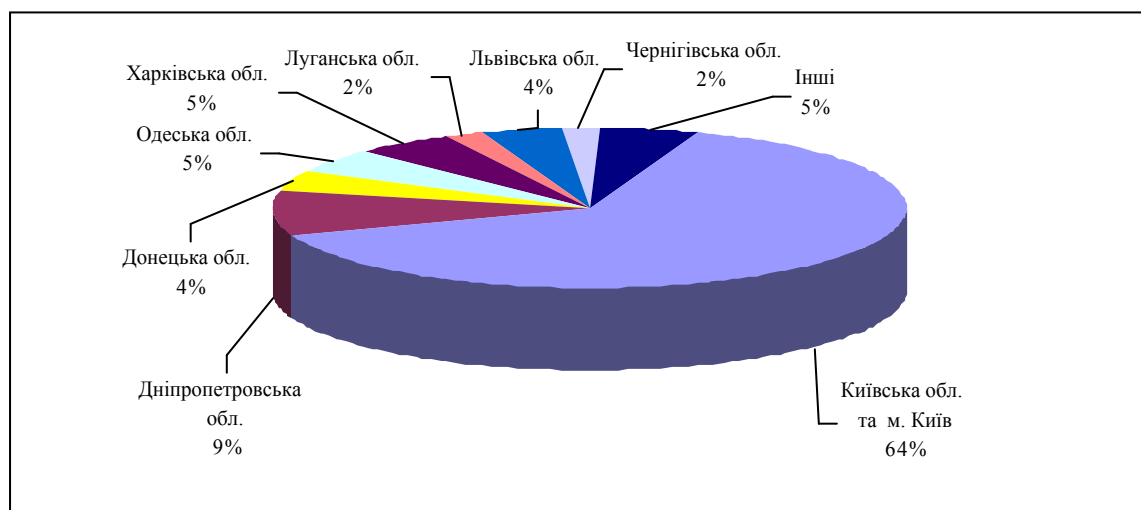


Рис. 1.10. Розподіл зберігачів України за областями

Як і в минулі роки, більшість суб'єктів підприємницької діяльності, що отримали дозвіл на здійснення депозитарної діяльності зберігача, є комерційними банками (рис.1.11).

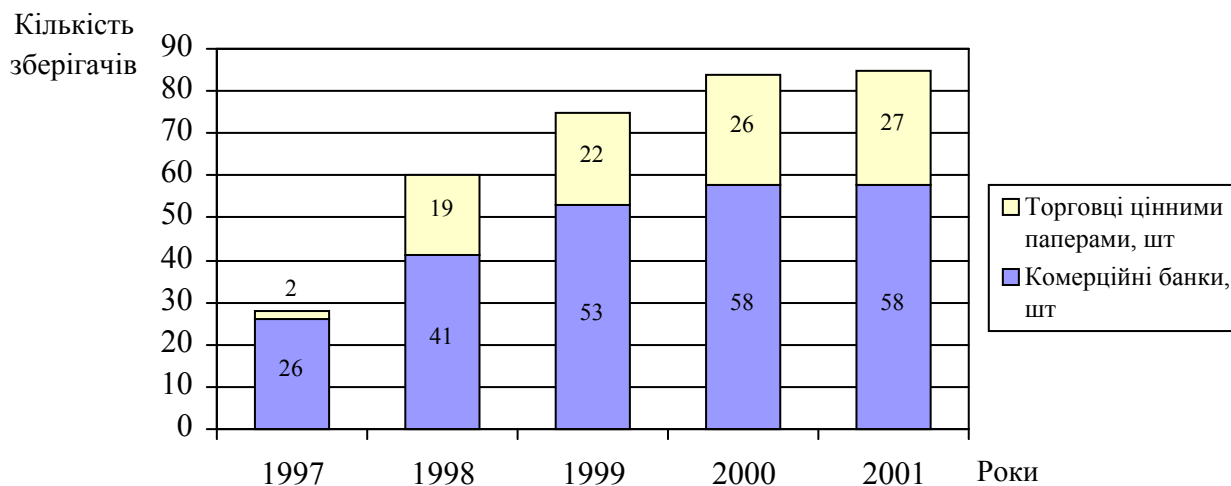


Рис. 1.11. Структура зберігачів у 1997-2001 рр.

Станом на 01.01.2002 р., за даними зберігачів, депозитарними установами обслуговуються 898,645 тис. рахунків у цінних паперах та 9447 випусків цінних паперів загальною кількістю 96141,9 млн. шт.

Важливою складовою Національної депозитарної системи є депозитарні установи. Вони забезпечують формування, розвиток, функціонування системи депозитарного обліку та обслуговування обігу цінних паперів, а також інтеграцію у міжнародну систему депозитарних установ, які у свою чергу забезпечують функціонування світових ринків капіталів. Верхній рівень Національної депозитарної системи – це депозитарій цінних паперів, тобто юридична особа, яка провадить виключно депозитарну діяльність та може здійснювати кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів [119]. Даний учасник ринку повинен створюватися у формі відкритого акціонерного товариства, учасниками якого є не менш як десять зберігачів, який здійснює виключно депозитарну діяльність. При цьому частка одного учасника в статутному фонді депозитарію не може перевищувати 25% цього фонду. Фондова біржа або учасники організаційно оформленого позабіржового ринку можуть бути засновниками депозитарію. Клієнтами депозитарію є зберігачі, які уклали з ним депозитарний договір, емітенти щодо рахунків власних емісій, відкритих на основі договорів про обслуговування емісії цінних паперів, а також інші депозитарії, з якими укладено договори про кореспондентські відносини.

Стаття 6 Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”, виділяє наступні види депозитарної діяльності:

- зберігання й обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах та операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів;
- кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів;



- ведення реєстрів власників іменних цінних паперів.

Депозитарії можуть одержувати від емітента безпосередньо на свій рахунок доходи з цінних паперів для наступного перерахування їх зберігачам. Зберігач зобов'язаний у встановлений договором термін зарахувати такі доходи на грошові рахунки власників цінних паперів. Ці доходи не є доходами депозитарію і не підлягають оподаткуванню у складі доходів депозитарію. Депозитарії та зберігачі цінних паперів не зобов'язані надавати власникам цінних паперів документи для реалізації відповідних прав власності при проведенні емітентом операцій із цінними паперами, якщо інше не передбачено договором. У разі отримання відповідного дозволу депозитарії та зберігачі можуть вести реєстри власників іменних цінних паперів.

Оплата послуг депозитаріїв здійснюється за тарифами, які встановлюють самі депозитарії. Максимальний розмір тарифів встановлюється Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Антимонопольним комітетом України.

Основними сферами діяльності Національної депозитарної системи є:

- стандартизація обліку цінних паперів згідно з міжнародними стандартами;
- уніфікація документообороту щодо операцій з цінними паперами і нумерація цінних паперів, випущених в Україні, відповідно до міжнародних стандартів;
- відповідальне зберігання всіх видів цінних паперів як у документарній, так і в бездокументарній формах;
- реальна поставка чи переміщення з рахунку в цінних паперах з одночасною оплатою грошових коштів відповідно до розпоряджень клієнтів;
- акумулювання доходів (дивідендів, процентних виплат та виплат з погашення тощо) по цінних паперах, взятих на обслуговування

системою, та їх розподіл за рахунками;

- регламентація та обслуговування механізмів позики та застави для цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;
- надання послуг щодо виконання обов'язків номінального держателя іменних цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;
- розробка, впровадження, обслуговування і підтримка комп'ютеризованих систем обслуговування обігу рахунків у цінних паперах і здійснення грошових виплат, пов'язаних із банківськими або з іншими системами грошового клірингу на щоденній чи іншій регулярній основі [187].

На сьогодні в Україні існує два депозитарії:

- Національний депозитарій України (НДУ) (заснований у травні 1999 року);
- “Міжрегіональний фондовий союз” (заснований у 1997 році).

НДУ засновано відповідно до Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” згідно з Меморандумом від 25.01.99 про взаєморозуміння між Урядом України, Міжнародним банком реконструкції та розвитку та Урядом США.

Що стосується МФС, то він на даний час є єдиним повнофункціональним депозитарієм в Україні. За даними депозитарію МФС загальна кількість цінних паперів, депонованих емітентами у депозитарії, складає 34,923 млрд. шт., що становить 36,3 % від загальної кількості цінних паперів, які знерухомлено (рис. 1.12).

Станом на 01.01.2002 р. МФС відкрито 86 рахунків зберігачам та 601 рахунок емітентам цінних паперів. Загальна номінальна вартість знерухомлених у МФС цінних паперів станом на 01.01.2002 р. становить 2,263 млрд. грн.

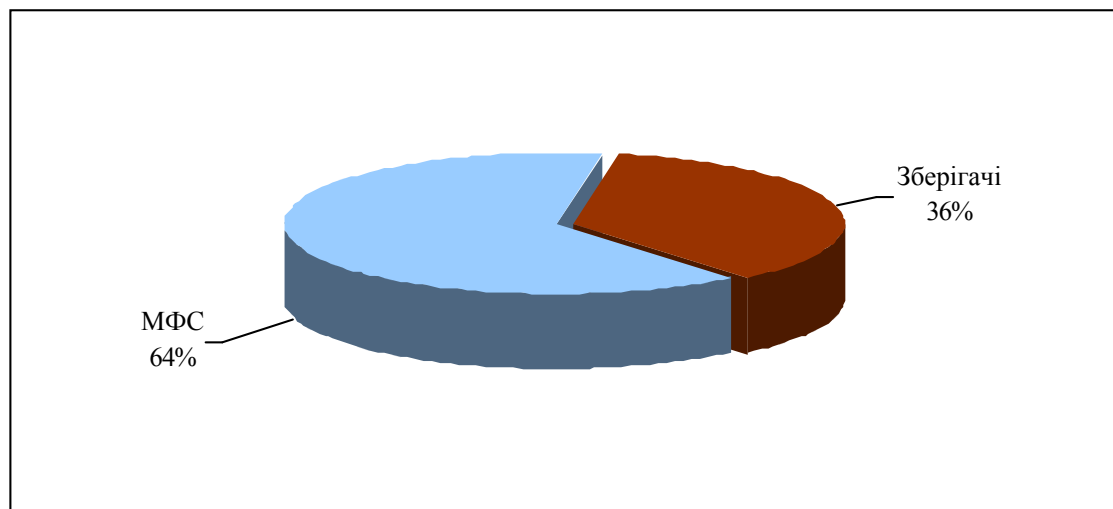


Рис. 1.12. Частка МФС у загальній кількості цінних паперів, які обслуговуються депозитарними установами

Аналіз діяльності депозитарних установ протягом 2001 року дає можливість зробити висновок про те, що спостерігається збільшення кількості рахунків у цінних паперах, які відкривають депоненти у зберігачів, та збільшується кількість знерухомлених цінних паперів.

Це обумовлено збільшенням кількості угод з цінними паперами, які відбуваються на організованому ринку, та скороченням терміну оформлення операцій за угодами з цінними паперами і переходом прав власності, що наближає ринок цінних паперів до міжнародних стандартів.

Обґрунтування важливості розвитку депозитарної діяльності містилося у доповідях “Групи тридцяти” і Базельського банківського комітету, рекомендаціях Міжнародної організації комісій по цінним паперам (IOSCO), стандартах Міжнародної організації по стандартизації (ISO), директивах Європейського Союзу та інших документах. Внаслідок такого розвитку в більш ніж 100 країнах світу з'явилися повнофункціональні центральні депозитарії, які стали основою електронного обігу цінних паперів і дали додатковий поштовх розвитку ринку капіталу цих країн.

Головними орієнтирами розвитку центральних депозитаріїв стали дев'ять рекомендацій “Групи тридцяти” щодо клірингу і розрахункової системи світових ринків цінних паперів, опублікованих у 1989 р. Відповідно до них кожна країна повинна мати розвинений та ефективно діючий центральний депозитарій цінних паперів організація якого сприяла б залученню найбільшого числа учасників. У середньому, центральні депозитарії більшості країн відповідають шести-семи рекомендаціям.

Згідно із статистичними розрахунками, понад 40% центральних депозитаріїв у світі прийняли рішення про те, що немає необхідності в наданні послуг власникам цінних паперів у документарній формі, тобто облік цінних паперів і прав власності здійснюють у вигляді електронних записів. Понад 30% центральних депозитаріїв здійснюють знерухомлення, у той час як транзакції проводяться через електронну розрахункову систему без фізичного переміщення цінних паперів. Решта центральних депозитаріїв зберігають цінні папери як в електронній, так і в знерухомленій формах.

Вибір найкращого методу доступу інвесторів до депозитарних послуг повинен визначатися функціональними складовими кожного локального депозитарію. Навіть якщо правила локального членства дозволяють прямий доступ інвесторам, це може бути не дуже вигідно, і більш доцільним є доступ у центральний депозитарій через локального агента. Так, у переважній більшості випадків доступ інвесторів до центрального (національного) депозитарію здійснюється через зберігачів.

Як правило, на локальному ринку центральні депозитарії не лише здійснюють звичайне обслуговування операцій на ринку цінних паперів, але й починають брати на себе також функції банків і брокерів. Розвинені фондові ринки можуть похвалитися тим, що, крім зберігання цінних паперів і розрахунків через електронну систему, центральні депозитарії здійснюють також близько 50 інших функцій. Можна сказати, що в практичній діяльності, для проведення необхідних кредитних операцій більшість

центрального депозитарію мають статус банку.

На відміну від інших країн, у яких причиною генезису депозитарної діяльності було стрімке зростання операцій на вторинних ринках цінних паперів, в Україні розвитку Національної депозитарної системи вимагали результати проведення масової приватизації. Національний депозитарій мусив забезпечувати облік прав власності для половини населення України, що в грошовому вираженні становить мільярди гривень [15].

Як уже відмічалось раніше, згідно із Законом України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” [119], центральним елементом вітчизняної Національної депозитарної системи є Національний депозитарій України, який забезпечує формування, розвиток, функціонування єдиної системи депозитарного обліку та обслуговування обігу цінних паперів, а також інтеграцію у міжнародну систему депозитарних установ, які у свою чергу забезпечують функціонування світових ринків капіталів.

Сьогодні головними функціями НДУ є кодифікація цінних паперів і стандартизація депозитарного обліку та документообігу щодо операцій з цінними паперами згідно з міжнародними нормами.

Процес кодифікації на вітчизняному фондовому ринку розпочався у листопаді 1999 року. Згідно із Законом “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”, кодифікація (нумерація) цінних паперів, випущених в Україні, здійснюється виключно Національним депозитарієм відповідно до міжнародних норм. Рішенням ДКЦПФР від 03.04.01 р. № 91 [109] передбачено, що кодифікації підлягають акції, всі види облігацій та інвестиційних сертифікатів.

Відповідно до чинного законодавства України, коди повинні використовуватись для обліку цінних паперів. У міжнародній практиці такі коди є єдиною ідентифікаційною ознакою цінних паперів.

Кодифікація проводиться НДУ згідно з вимогами Асоціації

національних агентств із нумерації цінних паперів, яка об'єднує національні агентства більше 60 країн. Завдяки членству в цій організації Національний депозитарій має змогу не тільки сприяти запровадженню в Україні загальноприйнятої у світі системи обліку, а й допомагати отримати ідентифікаційні коди Всесвітнього інституту стандартизації (ВІС) та Міжнародного інституту стандартизації (МІС) біржам та професійним учасникам фондового ринку, що здійснюють облік та реєстрацію прав власності на цінні папери. Це дозволить запровадити в нашій країні сучасну систему передачі повідомлень при виконанні операцій з цінними паперами і поширити відповідну інформацію про українські цінні папери на міжнародних фінансових ринках.

Станом на кінець 2001 року департаментом кодифікації цінних паперів НДУ було призначено 2297 кодів для цінних паперів українських емітентів. З них 54 – облігаціям внутрішньої державної позики, 12 – інвестиційним сертифікатам, 18 – облігаціям підприємств, решта – акціям.

Серед емітентів, які отримали в НДУ міжнародні ідентифікаційні номери, 70 банків, а також такі відомі вітчизняні підприємства, як ВАТ “Нікопольський південнотрубний завод”, “Турбоатом”, “Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча”, “Галичфарм”, “Азот”, “Укрнафта”, ЗАТ “Київстар” та ін.

Головною проблемою сьогодні є те, що коди отримали лише 10% цінних паперів, які були внесені до переліку, переданого до НДУ ДКЦПФР у травні 2001 року. До того ж, на ринку паралельно існують коди, присвоєні Національним депозитарієм України та ВАТ “Міжрегіональний фондовий союз”. Одночасне використання двох кодів може призвести до хаосу в Національній депозитарній системі України.

Враховуючи це, існує пропозиція замінити коди МФС кодами Національного депозитарію і створити єдину систему обліку цінних паперів. При цьому з метою стимулювання кодифікації доцільно разом із ДКЦПФР

визначити дату припинення відкриття рахунків у цінних паперах у разі, якщо останні не мають кодів.

Іншою виключною функцією Національного депозитарію є стандартизація депозитарного обліку та документообігу щодо операцій із цінними паперами згідно з міжнародними нормами. Для забезпечення створення в Україні єдиної системи обліку цінних паперів був розроблений Стандарт депозитарного обліку №1, зареєстрований Мінюстом 11 листопада 2000 р. за № 796/5017 [157].

Відповідно до цього Стандарту всім українським зберігачам, депозитаріям та іноземним депозитарним установам в Національному депозитарії України необхідно отримати код міждепозитарного обліку (МДО).

Для забезпечення функціонування єдиної системи депозитарного обліку Національний депозитарій формує і веде реєстр індивідуальних ідентифікаційних кодів власників цінних паперів – нерезидентів України. На кінець 2001 року у нього було внесено близько 500 таких кодів.

Результати моніторингу впровадження Стандарту №1 засвідчили, що система обліку державних цінних паперів, яку створив Національний банк України, вже успішно функціонує відповідно до його вимог. У той самий час система обліку корпоративних цінних паперів, створена ВАТ “МФС”, працює на основі програмного продукту, який потребує удосконалення.

Враховуючи це, ДКЦПФР вирішила, що подальше впровадження Стандарту №1 є необхідним, але можливим за умови розробки відповідного програмного забезпечення. У зв'язку із цим Національному депозитарію запропоновано протягом півроку розробити програмний продукт, який відповідатиме цьому Стандарту.

Крім того, згідно з рішенням ДКЦПФР, проекти стандартів документообігу щодо операцій із цінними паперами № 2,3,4, які були розроблені НДУ, передані Державною комісією з цінних паперів та

фондового ринку Національному депозитарію на доопрацювання та узгодження з координаційною радою.

Зараз відпрацьовуються технічні вимоги до нового програмного продукту. Його розробка та запровадження мають передбачати бюджетне фінансування. Отже, з економічної точки зору цей процес не буде обтяжливим для учасників ринку. Крім того, у вимогах передбачається закласти можливість співіснування як нового програмного продукту, так і програмного продукту МФС.

Стандартизація є виключною функцією НДУ, однак запровадження нових стандартів має відбуватися спільними зусиллями Національного депозитарію та учасників ринку. І саме зараз треба відпрацьовувати загальні підходи до подальшого розвитку Національної депозитарної системи. Впровадження Стандарту №1 має стати першим кроком на цьому шляху [137].

Відсутність в Україні достатньої практики формування депозитарного обліку обумовлює необхідність концентрації інтелектуальних та фінансових зусиль у цьому напрямі, а також використання досвіду інших країн. Це може стати запорукою недопущення помилок та підґрунтям для адаптації та інтеграції українського ринку цінних паперів у міжнародні ринки. Однак, з одного боку, доступ українських фахівців до найкращого практичного досвіду іноземних депозитарних систем є обмеженим, а з іншого – застосування досвіду розвинених країн повинно враховувати правові норми України. Тому потрібно не тільки вивчити досвід інших країн, а й адаптувати його до вітчизняних реалій.

Безумовно, створення та функціонування депозитарної системи потребує значних фінансових витрат. Оскільки в існуванні депозитарної системи, в першу чергу зацікавлені професійні торговці цінними паперами, то її створення в багатьох країнах забезпечувалося саме за рахунок коштів таких учасників. Але в країнах, де ринок цінних паперів не є сталим, такі



витрати для торговців можуть стати надмірними (це стосується й українського ринку) [15].

Незважаючи на це, зарубіжні фахівці радять країнам з ринками, що розвиваються, і зокрема Україні, не витратитися на створення багатьох бірж та депозитарних установ, оскільки це економічно недоцільно, а відразу йти шляхом створення однієї міцної торговельно-інформаційної системи та Центрального депозитарію [141].

Депозитарна система кожної країни має свою побудову, інструменти, терміни та схеми проведення операцій, а також свої особливості, негативні та позитивні сторони.

Зважаючи на те, що депозитарна система України лише почала розвиватися, вважаємо за необхідне зупинитися на основних моментах депозитарної діяльності в інших країнах, порівнюючи їх з такими нашої депозитарної системи.

Головним елементом депозитарної діяльності є інструменти – цінні папери, що обслуговуються даною системою.

Згідно з Положенням про депозитарну діяльність, депозитарні установи України здійснюють депозитарну діяльність з такими видами цінних паперів: акції, облігації підприємств, облігації внутрішніх республіканських позик та місцевих позик, інвестиційних сертифікатів ощадних сертифікатів на пред'явника [97].

У табл. 1.5 подано варіанти видів цінних паперів як інструментів депозитарної системи та країни, у яких вони застосовуються.

Як видно з табл. 1.5, найменшою є кількість видів цінних паперів у Росії – два, найбільшою – у США – дев'ять. У більшості країн кількість видів цінних паперів, з якими працюють учасники депозитарної системи, складає шість найменувань у різних їх варіантах. Лише один варіант інструментів депозитарної системи (акції, державні та корпоративні облігації, деривативи) зустрічається відразу в чотирьох країнах – Іспанії,

Канаді, Німеччині та Японії.

Таблиця 1.5

## Інструменти депозитарної діяльності

Варіант	Інструменти	Країна
1	Акції та державні облігації	Росія
2	Акції, державні та корпоративні облігації, деривативи	Іспанія, Канада, Німеччина, Японія
3	Акції, державні облігації, інструменти грошового ринку, казначейські векселі	Польща
4	Акції, державні та корпоративні облігації, інструменти грошового ринку	Мексика
5	Акції, державні та корпоративні облігації, інструменти грошового ринку, деривативи	Норвегія, Франція
6	Акції, державні та корпоративні облігації, деривативи, варанти, права	Італія
7	Акції, державні та корпоративні облігації, інструменти грошового ринку, деривативи, варанти	Нідерланди, Швейцарія
8	Акції, державні та корпоративні облігації, деривативи, євроінструменти, інструменти грошового ринку	Великобританія
9	Акції, державні та корпоративні облігації, деривативи, інструменти грошового ринку, казначейські векселі	Данія
10	Акції, державні та корпоративні облігації, інструменти грошового ринку, деривативи, казначейські векселі, закладні, варанти	Швеція
11	Акції, державні, муніципальні та корпоративні облігації, деривативи, американські депозитарні розписки, комерційні папери, ощадні сертифікати, закладні	США

Цінні папери зберігаються в депозитарній системі в документарній або бездокументарній формі у різних учасників. У нашій країні цінні папери в бездокументарній формі зберігаються у депозитарії, в документарній – у реєстратора та зберігача (цінні папери на пред'явника). У табл. 1.6 наведено способи зберігання цінних паперів в інших країнах, які згруповані у п'ять варіантів.

Як видно з даної таблиці, цінні папери зберігаються лише у таких учасників, як депозитарій та зберігач (реєстратор взагалі відсутній).

Таблиця 1.6

## Способи зберігання цінних паперів у зарубіжних країнах

Варі-ант	Зберігання	Країна
1	У бездокументарній формі – у депозитаріях, у документарній - у зберігача	Великобританія, Канада, США, Швейцарія, Швеція, Японія, Іспанія
2	У бездокументарній формі – у зберігача та депозитарії	Франція
3	У бездокументарній формі – у зберігачів	Мексика
4	У документарній формі – у зберігача	Нідерланди
5	У бездокументарній формі – у депозитаріях	Данія, Польща, Італія, Німеччина, Норвегія

Необхідно зазначити, що центральний депозитарій – важлива структура депозитарної системи. В Україні роль центрального депозитарію виконують три структури: НДУ, МФС – для корпоративних цінних паперів та НБУ – для державних. У більшості країн існує або один центральний депозитарій, або центральний депозитарій (для акцій та корпоративних облігацій) та центральний банк (для державних облігацій) (табл. 1.7).

Таблиця 1.7

## Наявність центральних депозитаріїв в деяких країнах світу

Варі-ант	Депозитарій	Країна
1	2	3
1	1) Центральний офіс для дематеріалізованих державних облігацій; 2) центральний офіс для короткострокових інструментів грошового ринку; 3) європейський офіс для євроінструментів	Великобританія
2	Центральний депозитарій	Данія, Канада, Мексика, Німеччина, Франція, Швеція

## Продовження таблиці 1.7

1	2	3
3	1) Центральний депозитарій (для акцій та корпоративних облігацій); 2) центральний банк (для державних облігацій)	Іспанія, Італія, Японія
4	1) Центральний депозитарій (для акцій, державних та корпоративних облігацій, варантів); 2) центральний банк (для комерційних паперів ощадних сертифікатів, казначейських зобов'язань)	Нідерланди
5	1) Центральний депозитарій (для акцій та облігацій); 2) центральний банк (для казначейських векселів)	Польща
6	Немає	Росія
7	1) Депозитарна трастова компанія (для акцій, ADR, корпоративних та муніципальних облігацій, комерційних паперів, ощадних сертифікатів); 2) фєдвайєр (для державних цінних паперів); 3) трастова компанія (для закладних)	США

Для учасників вторинного ринку цінних паперів чи не найважливішими є термін виконання операцій та перереєстрація прав власності на цінні папери. Терміни виконання розрахунків за операціями з цінними паперами та реєстрації переходу прав власності на них у практиці іноземних депозитаріїв, зберігачів та реєстраторів подано у табл. 1.8, 1.9.

Таблиця 1.8

## Терміни виконання розрахунків за операціями з цінними паперами

Варіант	Термін, дні	Країна
1	2	3
1	T+5 (для акцій), T+1 (для державних облігацій та короткострокових інструментів)	Великобританія
2	T+3, T+2 (для казначейських векселів)	Данія, Швеція
3	T+5 (для акцій та корпоративних облігацій), T+3 (для державних облігацій)	Іспанія, Італія
4	T+3 (для документарних цінних паперів), T+0 (для цінних паперів у бездокументарній формі)	Канада
5	T+2	Мексика, Німеччина
6	T+1 (для деривативів), T+3 (для всіх інших)	Нідерланди
7	T+3, T+2 (для короткострокових інструментів)	Норвегія

## Продовження таблиці 1.8

1	2	3
8	T+3 (для акцій та державних облігацій з фіксованою ціною), T+2 (для державних облігацій з нефіксованою ціною та казначейських векселів)	Польща
9	Від T+0 до T+15	Росія
10	T+1 (для державних облігацій), T+2 (для закладних), T+3 (для інших цінних паперів)	США
11	T+6 (для акцій та облігацій), T+3 (для інструментів грошового ринку)	Франція
12	T+3	Швейцарія
13	T+3 (для акцій та корпоративних облігацій), T+7 (для державних облігацій)	Японія

Як показують дані табл. 1.8, терміни розрахунків за операціями та реєстрації прав власності кожна країна встановлює залежно від особливостей національного документообігу.

Згідно з чинним законодавством, в депозитарній системі України застосовуються розрахунки у термін T+3. Перереєстрація прав власності на цінні папери у бездокументарній формі випуску, або знерухомлені цінні папери, займає 1-3 дні через депозитарій або зберігача; на цінні папери у документарній формі – 1-3 дні з моменту отримання необхідного пакета документів через реєстратора (на практиці цей термін розтягується і становить від 14 до 30 днів) [160].

Таблиця 1.9

## Термін реєстрації переходу прав власності на цінні папери

Варіант	Термін	Країна
1	Бездокументарна форма цінних паперів – 1 день через депозитарій; документарна – 2-3 дні через реєстратора	Великобританія
2	1 день через депозитарій	Данія, Іспанія, Італія
3	Бездокументарна форма цінних паперів – 1 день через депозитарій; документарна – 3-4 дні для акцій, 14 днів для облігацій через реєстратора	Канада

Продовження таблиці 1.9

1	2	3
4	Бездокументарна форма цінних паперів – 1 день через депозитарій	Мексика, Норвегія, Польща, Швейцарія, Швеція
5	Через реєстратора (термін не визначено)	Росія
6	Бездокументарна форма цінних паперів – 1 день через депозитарій, документарна – 3-10 днів через реєстратора	США
7	19 днів через депозитарій, зберігача та реєстратора	Франція
8	Документарна форма цінних паперів – 14-21 день через реєстратора; бездокументарна – 1 день через депозитарій	Японія

Отже, мінімальний строк між датою укладання і датою виконання угоди залежить від того, наскільки швидко й ефективно працює депозитарна система. Чим довшим є строк між цими датами, тим більше ризикують учасники угоди.

Світова індустрія цінних паперів рекомендує як максимальний термін, протягом якого угода повинна проходити всі етапи аж до виконання – три дні.

Тому з повною відповідальністю можна зазначити, що так само як для безготівкових розрахунків необхідна банківська система, так і для обігу знерухомлених або бездокументарних цінних паперів необхідна депозитарна система. Разом із тим не слід забувати, що інвестора не цікавить, як працює система виконання угод із цінними паперами. Просто він має бути впевнений у надійності системи, яка обслуговує рух його фінансових активів.

У різні періоди становлення фондового ринку Україна орієнтувалася на різні системи обліку цінних паперів, тому неможливо однозначно сказати, до якої з них вона належить.

Для України дуже корисним є досвід інших країн у цій сфері. Сподіваємося, що державні діячі при прийнятті рішень про подальший розвиток Національної депозитарної системи України та покращання

ситуації на фондовому ринку врахують всі позитивні та негативні сторони кожної системи, а також особливості національного менталітету України.

### Висновки до розділу 1

Вторинний ринок цінних паперів – це найбільш активна частина фондового ринку, де здійснюється більшість операцій з цінними паперами за винятком первинної емісії і первинного розміщення. Ціль вторинного ринку – забезпечити реальні умови для купівлі, продажу і проведення інших операцій з цінними паперами після їхнього первинного розміщення.

Недосконалість розвитку вторинного ринку цінних паперів стримується рядом об'єктивних і суб'єктивних факторів, основними з яких є:

- неналежний розвиток нормативно-правового регулювання;
- неврегульованість питання присутності на національному фондовому ринку паперів нерезидентів і виходу українських емітентів і власників національних цінних паперів на міжнародні ринки капіталу;
- низька ліквідність фондових активів, що підтверджується відповідними рейтинговими оцінками міжнародних агентств, однією з причин якої є нерозвинутість інфраструктурного середовища;
- інформаційна закритість частини учасників ринку і відсутність достовірної та необхідної інформації, що робить ринок фактично непрозорим;
- невідповідність рівня розкриття інформації міжнародним стандартам;
- низький рівень масових інвестиційних пропозицій – недовіра, неадекватне сприйняття, матеріальна і психологічна невідповідність населення до операцій на фондовому ринку.

Виконання головної задачі вторинного ринку цінних паперів здійснюється завдяки фінансовим посередникам – торговцям цінними паперами.

Торговцями цінними паперами визнаються суб'єкти підприємницької діяльності, створені у формі акціонерних товариств, статутний фонд яких сформовано за рахунок виключно іменних акцій, або інших товариств, для яких операції з цінними паперами становлять виключний вид їхньої діяльності.

Обіг цінних паперів на вторинному ринку в Україні забезпечують торговці, які представлені: суб'єктами підприємницької діяльності, для яких цей вид діяльності є виключним (“чисті торговці”); комерційними банками; інвестиційними компаніями.

У 2001 році найбільшу кількість угод купівлі-продажу цінних паперів виконали “чисті торговці”, (84% загальної кількості), що становить 33208 млн. грн. Станом на 01.01.2002 року діючі дозволи в Україні мали 859 торговців цінними паперами, що на двадцять торговців більше ніж на 01.01.2000 року. Але в порівнянні з 1996 роком це збільшення є суттєвим і становить 155 торговців. У 2001 році продовжилась тенденція до збільшення обсягу торгів на фондовому ринку. Станом на 01.01.2002 року загальний обсяг торгів на фондовому ринку України склав 64,481 млрд. грн., що майже у 2 рази більше ніж у 2000 році. У порівнянні з найменшим показником, що становив 7,5 млрд. грн. у 1997 році, обсяг торгів у 2001 році збільшився на 760%. Дана зміна обсягів торгів визвана збільшенням на фінансовому ринку кількості акціонерних товариств, що створилися під час приватизації та скупки акцій дрібних акціонерів для укрупнення пакетів акцій.

Організатори торгівлі цінними паперами відіграють важливу роль серед учасників корпоративних відносин, оскільки виступають посередниками між продавцем та покупцем цінних паперів. Їх головна мета



діяльності – створення умов для проведення операцій купівлі-продажу цінних паперів за формалізованими, заздалегідь встановленими правилами укладання угод, мінімізація строків оформлення цих угод, скорочення часу проведення розрахунків за ними, а також зменшення ризиків для інвесторів. З урахуванням цього, ефективна діяльність організаторів торгівлі має значний вплив на формування та розвиток корпоративних відносин на підприємствах-емітентах цінних паперів.

На вітчизняному вторинному ринку цінних паперів організатори торгівлі розподіляються на два типи: фондові біржі та позабіржові фондові торговельні системи. На сьогодні в Україні зареєстровано 7 фондових бірж та 2 торговельно-інформаційні системи.

Пожвавлення на організованому ринку цінних паперів України у 2001 році викликано як збільшенням пропозицій первинного продажу акцій приватизованих підприємств, так і загальним збільшенням вторинного обігу цінних паперів. Протягом 2001 року на вторинному ринку цінних паперів було укладено угод на загальну суму 9,011 млрд. грн., що майже в п'ять разів більше аналогічного показника у 2000 році. Серед фінансових інструментів за обсягами торгів на вторинному організованому ринку у 2001 році переважну позицію займали облігації внутрішньої державної позики – 85%, на другому місці знаходяться акції підприємств – 12%.

Незважаючи на те, що біржовий і позабіржовий ринки конкурують між собою, їх слід розглядати як частини єдиного фондового ринку, які доповнюють одна одну.

Найбільш відомим та розвиненим організатором торгівлі на вітчизняному позабіржовому ринку є асоціація “Перша фондова торговельна система”, яка об'єднує компанії – торговців цінними паперами більшості областей України (70% обсягу торгів).

Практика функціонування біржового та позабіржового ринків, свідчить про наближення вторинного фондового ринку до дрібного

інвестора та збільшення обсягу інвестицій в акціонерні товариства.

Позитивним фактором в діяльності організаторів торгівлі на вторинному ринку є оперативний пошук найбільш вигідних для інвесторів об'єктів вкладання капіталу.

Функціонування бірж та позабіржових систем сприяє розвитку електронних інформаційних мереж, інформаційних технологій, що, у свою чергу, впливає на підвищення прозорості обігу цінних паперів.

Стандартизація на ринку цінних паперів у поєднанні з можливістю застосування нових інформаційних технологій дала поштовх розвитку депозитарної діяльності як системної функції ринкової інфраструктури з виконання угод та обліку прав власності. Основна маса укладання угод щодо цінних паперів припадає на вторинний ринок цінних паперів. Тому, депозитарна діяльність відіграє важливу роль у становленні та розвитку вторинного ринку і в останні десятиріччя стала одним з провідних видів професійної діяльності на світових ринках цінних паперів. Значною мірою процедури обліку, клірингу та розрахунків визначають дієвість та ефективність фондового ринку і допомагають забезпечити його цілісність, знизити рівень ризику і заощадити значні кошти.

Інфраструктуру вторинного ринку цінних паперів утворюють інститути, які забезпечують функціонування ринку, створюють необхідні умови для обігу цінних паперів на біржовому та позабіржовому ринках, сприяють укладанню угод щодо цінних паперів між учасниками ринку. До таких інститутів можна віднести: реєстраторів, зберігачів та депозитарії.

Відсутність в Україні достатньої практики формування депозитарного обліку обумовлює необхідність концентрації інтелектуальних та фінансових зусиль у цьому напрямі, а також використання досвіду інших країн. Це може стати запорукою недопущення помилок та підґрунтям для адаптації та інтеграції українського ринку цінних паперів у міжнародні ринки. Однак, з одного боку, доступ українських фахівців до найкращого практичного

досвіду іноземних депозитарних систем є обмеженим, а з іншого – застосування досвіду розвинених країн повинно враховувати правові норми України. Тому потрібно не тільки вивчити досвід інших країн, а й адаптувати його до вітчизняних реалій.

Визначення основних чинників, що перешкоджають розвитку вторинного ринку цінних паперів має знайти відображення у розробці науково-методичних підходів та створенні комплексного механізму щодо удосконалення функціонування вторинного ринку.

Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться в розділі знайшли своє відображення в наступних публікаціях:

- Рекуненко І.І., Костюк О.М. Розвиток транснаціональних корпорацій – запорука процвітання економіки країни // Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Вид-во Сумського державного університету. – 1999. – № 3. – С. 247-249;
- Рекуненко І.І. Вторинний ринок акцій і питання обліку прав власності на них в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. – № 2. – С. 20-22;
- Рекуненко І.І. Становлення та розвиток ринку українських єврооблігацій // Вісник Української академії банківської справи. – 2002. – № 1. – С. 50-52.

## РОЗДІЛ 2

### НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО УДОСКОНАЛЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО ВТОРИННОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

#### **2.1. Удосконалення механізму укладання угод купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку**

##### **2.1.1. Розвиток форм випуску цінних паперів при переході права власності на них**

В період становлення вторинного ринку цінних паперів особливого значення набуває розробка механізмів швидкої та відносно недорогої передачі права власності на цінні папери.

Цінний папір – це майновий документ, який перед його власником посвідчує певні зобов'язання особи, яка випустила цей цінний папір. На наш погляд, правомірно говорити про право власності на цінний папір і про зобов'язальні права, що закріплені цінним папером.

Як товар цінні папери можуть виступати об'єктом цивільно-правових відносин і об'єктом угоди.

Укладання угоди щодо цінних паперів на вторинному ринку для сторін угоди має бути обумовлено економічною доцільністю, стратегічними інтересами інвестора тощо.

Як і для будь-якого іншого товару, особа, яка є власником цінного паперу, та інша особа, яка має бажання придбати цей цінний папір, можуть зустрітися безпосередньо між собою (на даному етапі в Україні таким чином укладається переважна більшість угод щодо цінних паперів). Результатом їх зустрічі може бути укладання будь якої угоди, передбаченої законодавством – договір дарування, договір міни, договір купівлі-продажу. Надалі

розглянемо договір купівлі-продажу як найтипівішу угоду з цінними паперами. Проте більшість етапів укладання будь-якої угоди, оформленої у вигляді договору міни або договору дарування, не відрізняються від основних етапів укладання договору купівлі-продажу. Укладання угод щодо цінних паперів різняться між собою у способі, місці й порядку укладання відповідного договору.

Необхідно відмітити, що виконання угоди складається з декількох взаємопов'язаних процедур, і тому часто здається, що дана процедура є простою. Продавець передає покупцю своє майно – цінні папери, а покупець передає продавцю свої кошти (або за договором міни – майно). Однак цінні папери можуть бути в різних формах – документарній (надруковані на папері) або в бездокументарній (існуючи у вигляді електронних записів).

В Україні приватизація відбувалася саме іменними цінними паперами, тобто в документарній формі. В процесі приватизації власниками іменних акцій 35 тисяч акціонерних товариств стала держава та 30 мільйонів фізичних та юридичних осіб.

Використання в процесі приватизації в Україні іменних цінних паперів обумовило необхідність формування системи реєстрації прав власності на них. Як уже було зазначено вище, її складають реєстратори та емітенти, що самостійно ведуть реєстр, і діяльність яких регулюється Законом України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” [119] та Положенням про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів (Рішення ДКЦПФР від 26.05.98 № 60) [98].

Облік у реєстратора здійснюється через ведення списку власників іменних цінних паперів або особових рахунків власників де за кожним власником закріплюється певна кількість цінних паперів. Разом із веденням особових рахунків власників реєстратор веде емісійний рахунок. При цьому реєстратор повинен забезпечувати баланс між обсягом випущених цінних

паперів, що знаходяться на емісійному рахунку, і їх розміщенням між власниками на особових рахунках.

Придбавши іменні цінні папери і отримавши від попереднього власника сертифікати, новий власник повинен звернутися до реєстратора для перереєстрації права власності. Реєстратор вносить зміни до реєстру власників іменних цінних паперів, тобто реєстратор дебетує рахунок попереднього власника і кредитує рахунок нового власника. Після цього реєстратор видає новому власнику сертифікат іменного цінного паперу. Виконання угод щодо цінних паперів випущених у документарній формі відбувається без зберігачів.

У результаті проведеного аналізу та вивчення практики щодо укладання угод з цінними паперами, нами сформована та формалізована схема основних взаємозв'язків у частині виконання угод на вторинному ринку, у документарній формі (рис. 2.1).

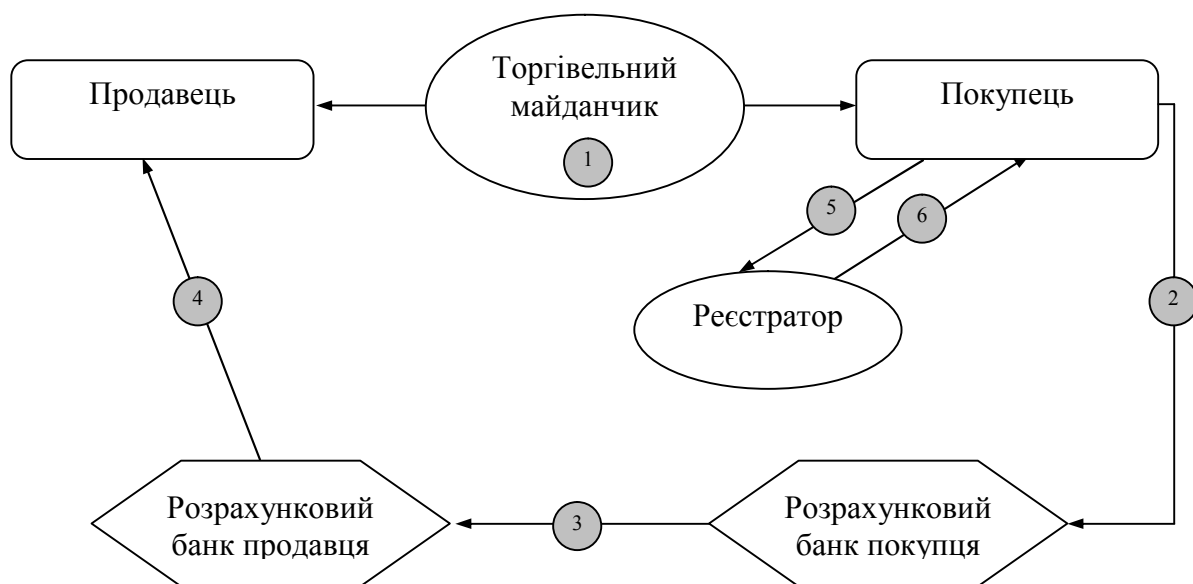


Рис. 2.1. Механізм виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів у документарній формі на вторинному ринку

Процес виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів у документарній формі на вторинному ринку являє собою організований механізм з чітко визначеними наступними етапами:

1) продавець акцій укладає через торгівельний майданчик з покупцем договір купівлі-продажу цінних паперів;

2) покупець віддає наказ розрахунковому банку про перерахування коштів на рахунок продавця в розрахунковому банку продавця;

3) розрахунковий банк покупця здійснює перерахування оплати цінних паперів в розрахунковий банк продавця;

4) розрахунковий банк продавця надає продавцю виписку з його грошового рахунку про зарахування коштів по цінним паперам від укладеної угоди;

5) покупець звертається до реєстратора для перереєстрації прав власності на цінні папери;

6) реєстратор видає новому власнику (покупцю) сертифікат іменного цінного паперу.

Приватизація закріпила за учасниками ринку права власності, але не створила належних умов щодо їх реалізації, зокрема у частині купівлі-продажу цінних паперів. Документарна форма є інструментом закріплення права власності, але при цьому, реалізація права супроводжується значними транзакційними витратами. Цим обумовлена необхідність переведення цінних паперів з документарної форми в бездокументарну, тобто здійснення їх знерухомлення.

Процедура знерухомлення цінних паперів на вторинному ринку була викликана тим, що по-перше, встановлено, що “для укладення на фондовій біржі чи на організаційно оформленому позабіржовому ринку угод щодо цінних паперів, які випущені в документарній формі, цінні папери мають бути знерухомлені в депозитарії, що їх обслуговує” [ст. 13, п. 2, 119].

По-друге, обслуговування обігу цінних паперів у зберігача надає власникам цінних паперів технологічні переваги. За умови виконання операції за принципом поставки проти оплати (ППО) зменшується ризик втрати головної суми боргу. Прискорюється швидкість виконання угоди. Забезпечення виконання клірингу в системі “депозитарій-зберігач” сприяє зниженню обсягів цінних паперів та грошових коштів, призначених для виконання укладених угод. Крім того, для нерезидентів спрощується процедура обслуговування угод, оскільки виписка від зберігача не є цінним папером.

По-третє, власник цінних паперів може керуватися економічним інтересом. В разі придбання цінних паперів різних емітентів та відкриття у зберігача одного рахунку власнику не треба буде витратити час на відвідування різних реєстраторів. Отже власник має можливість вибрати зберігача, який ближче розташований та у якого нижча вартість послуг. На відміну від неможливості обрати реєстратора, власник цінних паперів може обрати зберігача, враховуючи вартість та якість його послуг. Все залежить від цінової політики, яку будуть проводити реєстратори та зберігачі.

По-четверте, бездокументарна форма цінного паперу – здійснений зберігачем обліковий запис, який є підтвердженням права власності на цінний папір. Отже для придбання бездокументарних цінних паперів, інвестор повинен відкрити рахунок у зберігача.

Разом з тим, існують інші переваги переходу власників від реєстрації прав у реєстраторів до обліку цінних паперів на рахунках у зберігачів. У будь-якому випадку шлях до реєстратора або до зберігача обирає власник документарних цінних паперів.

Необхідно відмітити, що з економічної і технологічної точок зору та на виконання вимог законодавства, до зберігача звернуться ті власники, які мають великий обсяг угод з цінними паперами. Напевно, це торговці цінними паперами. Саме на обслуговування професійних потреб торговців



цінними паперами і розрахована система бездокументарного обігу цінних паперів. Ті ж власники, які не є активними торговцями цінними паперами, залишаються у реєстратора. Це або юридичні особи, що мають стратегічні інтереси і не бажають продавати цінні папери, або фізичні особи, які стали власниками в процесі приватизації. Скоріш за все таким власникам не вигідно звертатися до зберігача і витратити зайві кошти на відкриття і ведення рахунків у цінних паперах.

Успіх реалізації зазначених переваг залежить також і від вдосконалення інфраструктури фондового ринку, особливо у частині оптимізації функцій окремих його учасників.

У ланцюгу суб'єктів, які задіяні у процесі передачі прав власності на цінні папери особливе місце займають інститути Національної депозитарної системи, особливий статус якої пояснюється широким спектром функцій.

Однією з головних функцій депозитарію та депозитарної системи взагалі є обслуговування виконання угод щодо цінних паперів всіх видів та надання послуг по відповідальному зберіганню цих цінних паперів. Ця функція реалізується шляхом забезпечення депозитарієм процесу розрахунків за угодами щодо цінних паперів, які укладаються торговцями на організаційно оформлених фондових ринках, через відкриття рахунків у цінних паперах та виконання поставки цінних паперів (перереєстрації прав власності) через ці рахунки. Перехід прав власності на цінні папери здійснюється шляхом переказу цінних паперів з одного рахунку в цінних паперах на інший в комп'ютеризованій системі депозитарного обліку в депозитарії. При цьому цінні папери існують у вигляді записів на рахунках в цінних паперах.

Таким чином, система депозитарного обліку цінних паперів надає можливість виконувати розрахунки в цінних паперах через комп'ютеризовану систему депозитарного обліку, що значно підвищує ефективність та інвестиційну привабливість вторинного фондового ринку

України. При цьому немає необхідності в матеріальному переміщенні цінних паперів від продавця до покупця, перевірки аутентичності кожного сертифікату цінних паперів.

Депозитарна система обліку цінних паперів підвищує ефективність роботи торговців цінними паперами за рахунок спрощення та прискорення переходу прав власності на цінні папери і зменшення витрат та комерційних ризиків при виконанні розрахунків за угодами щодо цінних паперів.

Для обслуговування операцій з цінними паперами в системі депозитарного обліку необхідно депонувати їх (передати на зберігання) у сховище депозитарію. Процес депонування документарних цінних паперів у сховище з метою забезпечення подальшого їх обігу у вигляді облікових записів на рахунках в депозитарії називається знерухомленням. Знерухомлення документарних іменних цінних паперів передбачає внесення депозитарію до реєстру власників іменних цінних паперів номінальним утримувачем. Це дає змогу здійснювати в подальшому перереєстрацію прав власності на цінні папери, не звертаючись до послуг реєстратора. В подальшому процес перереєстрації здійснюється за наданими до депозитарію наказами депонентів в електронному вигляді, використовуючи програмне забезпечення, розроблене спеціалістами депозитарію. Слід зазначити, що використання депозитарію в якості номінального утримувача по всіх іменних цінних паперах, або по найбільш ліквідним з них, приведе до зростання швидкості обігу цінних паперів на вторинному ринку за рахунок централізації та уніфікації процесу перереєстрації прав власності на цінні папери. В той же час, згідно Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” [119] здійснення торговцями операцій на фондових біржах та організаційно-оформлених позабіржових ринках можливо лише при знерухомленні цінних паперів у депозитарії, який обслуговує фондову біржу та організаційно-оформлений позабіржовий

ринок.

Процес обслуговування депозитарієм розрахунків по угодах, що укладені торговцями на організаційно оформлених фондових ринках, передбачає організацію та контроль з боку депозитарію за такими етапами виконання угоди щодо цінних паперів, як звірка параметрів угоди та виконання розрахунків згідно до укладеної угоди.

Звірка є важливим етапом виконання угоди, здійснення якого дає змогу покупцю та продавцю виявити та своєчасно врегулювати всі розбіжності в розумінні суті та предмету укладеної угоди. Це актуально саме на тих організаційно-оформлених фондових ринках, де угоди укладаються шляхом обміну електронними повідомленнями. Схема проходження наказів торговців на списання та зарахування пінних паперів, що реалізована в програмному забезпеченні депозитарію, дозволяє виконати переказ цінних паперів по рахунках тільки після перевірки покупцем всіх реквізитів наказу на списання цінних паперів, що надає до депозитарію продавець. Таким чином, повністю виключається можливість помилкового переміщення (тобто втрати) цінних паперів в системі депозитарного обліку.

Схема реалізації розрахунків за угодами щодо цінних паперів в депозитарії дозволяє торговцям здійснювати розрахунки по угодах за принципами передпоставки цінних паперів, передоплати за цінні папери та поставки проти оплати (угоди, по яких виконується умова: оплата здійснюється одночасно з поставкою цінних паперів, або з невеликою затримкою, але обов'язково до кінця дня, затвердженого до виконання). Принцип поставки проти оплати, виконання якого здатний забезпечити саме депозитарій, традиційно грає головну роль при захисті інтересів інвесторів та торговців від ризиків, пов'язаних з можливим невиконанням угоди однією із сторін.

Враховуючи той факт, що МФС на даний час є єдиним повнофункціональним депозитарієм в Україні, далі, в дисертаційній роботі,

на його прикладі пропонується детально розглянути та удосконалити механізми, які забезпечують на практиці реалізацію вищезазначених переваг депозитарної системи при обслуговуванні операцій з цінними паперами на вторинному фондовому ринку. Схеми, що наводяться нижче, є одними з можливих на даний час, в даному законодавчому просторі, варіантів вирішення та реалізації задач розвитку ефективного функціонування вторинного ринку цінних паперів.

### 2.1.2. Взаємодія депозитарію з торговцями в процесі зарахування цінних паперів в систему депозитарного обліку

Зарахування цінних паперів в систему депозитарного обліку може здійснюватись за двома схемами: з відкриттям рахунку в цінних паперах продавцю та покупцю (рис. 2.2) або лише покупцю (рис. 2.3).

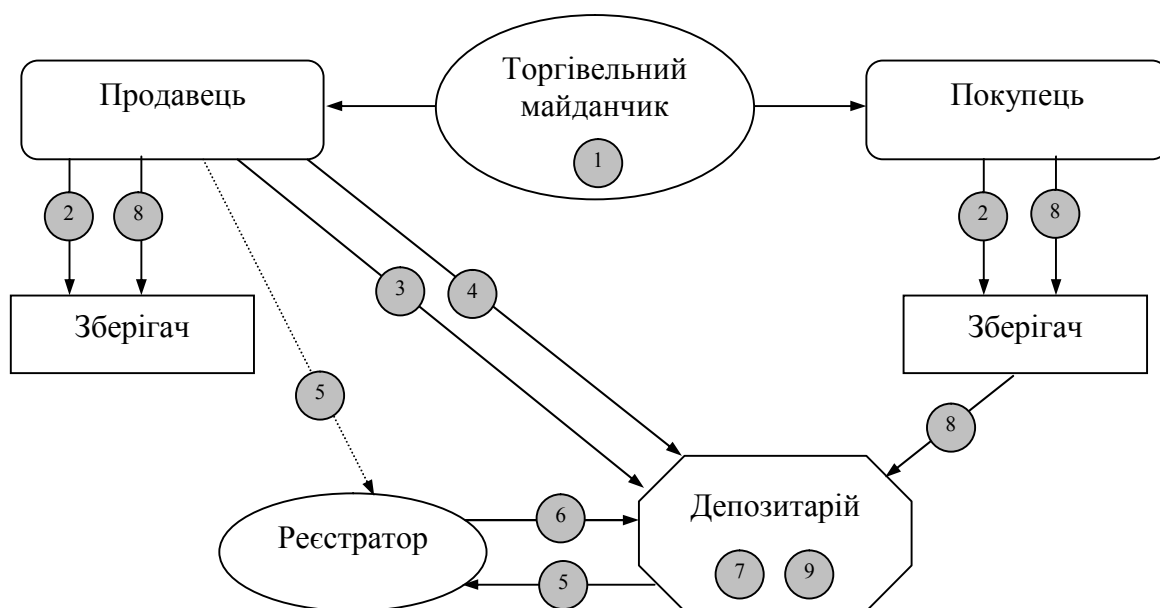


Рис. 2.2. Механізм виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку (з відкриттям продавцю рахунку в цінних паперах у депозитарній системі)

Схема, яка передбачає відкриття рахунку обом сторонам угоди, розрахована на активних операторів вторинного ринку цінних паперів, які розташовані в районах, де реально працюють зберігачі, учасники депозитарію, та мають можливість, в першу чергу технічну, співпрацювати з ними.

Процес виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку (з відкриттям продавцю рахунку в цінних паперах у депозитарній системі) являє собою механізм з чітко визначеними етапами:

1. Продавець акцій укладає через торгівельний майданчик з покупцем договір купівлі-продажу акцій.

2. Продавець і покупець акцій відкривають рахунки в цінних паперах (далі рахунки) у зберігача (в одного або різних), учасника депозитарію.<sup>1</sup>

3. Депозитарій підписує з продавцем акцій договір “Номінального утримання цінних паперів власника” (відповідно до даного договору акції власника переходять у номінальне утримання депозитарію і зараховуються на рахунок власника у зберігача).

4. Продавець акцій оформлює передавальне доручення реєстратору на переказ акцій у номінальне утримання депозитарію на підставі договору “Номінального утримання цінних паперів власника” (див. п. 3). У тому випадку, якщо розрахунки по перереєстрації здійснює депозитарій, продавець (покупець) сплачує депозитарію вартість послуг по перереєстрації акцій .

5. Депозитарій надає реєстратору комплект документів для перереєстрації акцій продавця на депозитарій, як номінального утримувача:

- передавальне доручення на депозитарій;
- анкета номінального утримувача депозитарію;
- договір із номінальним утримувачем депозитарієм (п. 3);

---

<sup>1</sup> Якщо продавець (покупець) зберігач, то рахунок у цінних паперах відкривається в депозитарії.

- інформація про депозитарій, де зберігаються цінні папери;
- Положення про порядок обліку цінних паперів у системі депозитарію;
- депозитарний договір між депозитарієм і зберігачем, у якого відкритий рахунок у цінних паперах власнику-продавцю.<sup>1</sup>

6. Реєстратор перереєструє акції, що належать продавцю, на ім'я депозитарію як номінального утримувача і надає йому виписку з реєстру власників іменних цінних паперів.

7. Після одержання виписки з реєстру на депозитарій як номінального утримувача і сертифіката акцій, депозитарій зараховує акції на рахунок власника у зберігача, або якщо власник акцій зберігач, то на його рахунок у цінних паперах у депозитарії.

8. Для виконання умов договору купівлі-продажу акцій продавець і покупець дають розпорядження зберігачу, у якого вони відкрили рахунки, щодо списання і зарахування акцій на своїх рахунках у цінних паперах.<sup>2</sup>

Запропонований механізм виконання угоди передбачає перереєстрацію акцій на ім'я депозитарію як номінального утримувача з метою зменшення витрат за перереєстрацію. У даній схемі підставою для перереєстрації є договір “Номінального утримання цінних паперів власника”, тому плата за перереєстрацію буде розраховуватися як процент від номінальної вартості акцій і не буде залежати від їхньої курсової вартості. Після оформлення депозитарію у реєстрі номінальним утримувачем даних акцій, перехід прав власності на них буде здійснений у системі депозитарного обліку шляхом списання акцій з рахунку продавця і зарахування їх на рахунок покупця.

Варто зазначити, що оформлення депозитарію у реєстрі власників

---

<sup>1</sup> У випадку, коли продавець (покупець) сам надає реєстратору документи, необхідні для перереєстрації акцій на ім'я депозитарію як номінального утримувача, пункт 5 виконується продавцем (покупцем) самостійно.

<sup>2</sup> Якщо продавець або покупець – зберігач, то розпорядження на списання або зарахування акцій подаються безпосередньо в депозитарій.

іменних цінних паперів номінальним утримувачем дозволить усі наступні зміни прав власності на акції здійснювати в межах депозитарної системи, що значно дешевше, швидше і простіше з технологічної точки зору, а також виключає необхідність звертатися до реєстратора для внесення змін до реєстру надалі.

Схема, де рахунок відкривається тільки покупцеві, розрахована на випадки, коли продавець не здійснює активної комісійної та комерційної діяльності на ринку цінних паперів, або не здійснює її взагалі (маються на увазі власники цінних паперів) та не має можливості користуватися послугами зберігача по причині віддаленості від місцезнаходження зберігача та відсутності відповідних технічних засобів зв'язку із зберігачем.

При даній схемі виконання угоди купівлі-продажу акцій плата реєстроутримувачу за перереєстрацію акцій у реєстрі власників іменних цінних паперів на ім'я депозитарію як номінального утримувача розраховується як процент від суми угоди, зазначеної в договорі купівлі-продажу акцій.

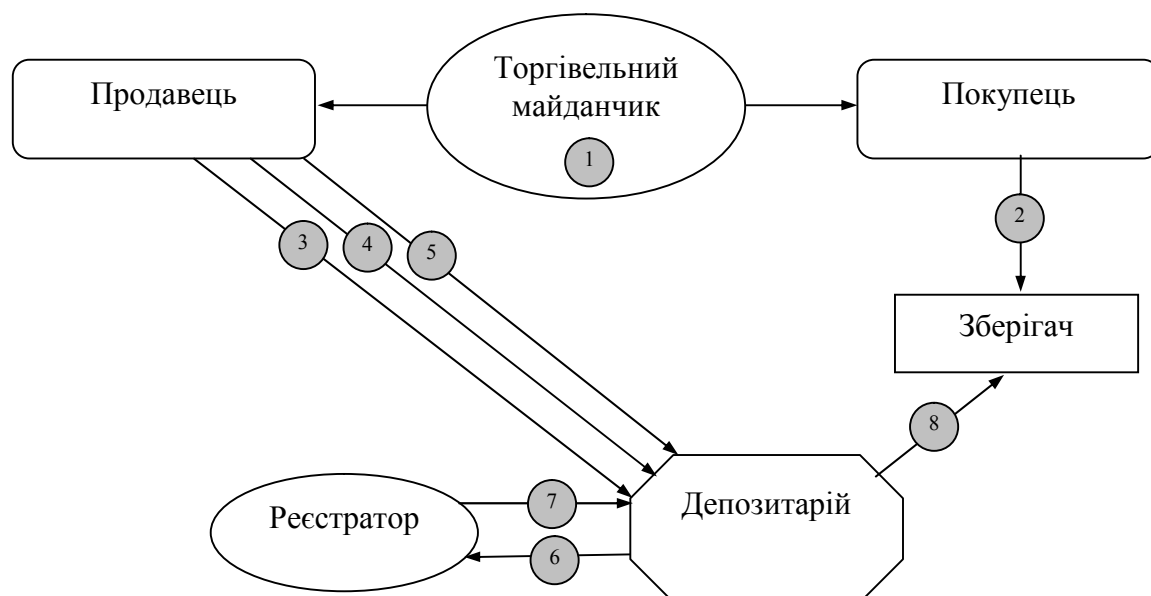


Рис. 2.3. Механізм виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку (без відкриття продавцю рахунку в цінних паперах у депозитарній системі)

Процес виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку (без відкриття продавцю рахунку в цінних паперах у депозитарній системі) являє собою організований механізм з чітко визначеними наступними етапами:

1. Продавець акцій укладає через торгівельний майданчик з покупцем договір купівлі-продажу акцій. Зарахування акцій на рахунок у цінних паперах покупця здійснюється через рахунок у цінних паперах зберігача, що відкритий йому в депозитарії.

2. Покупець акцій відкриває рахунок у цінних паперах у зберігача – учасника депозитарію.<sup>1</sup>

3. Депозитарій підписує з продавцем акцій договір “Номінального утримування цінних паперів власника” (відповідно до даного договору акції власника переходять у номінальне утримування депозитарію і зараховуються на рахунок покупця, відкритий у зберігача відповідно до договору купівлі-продажу акцій.).

4. Продавець акцій оформлює передавальне доручення реєстратору на переказ акцій на номінального утримувача – депозитарій на підставі договору “Номінального утримування цінних паперів власника” (див. п. 3).

5. У тому випадку, якщо розрахунки по перереєстрації здійснює депозитарій, продавець (покупець) сплачує йому вартість послуг по перереєстрації акцій.

6. Депозитарій надає реєстратору комплект документів для перереєстрації акцій продавця на депозитарій як номінального утримувача:

- передавальне доручення на депозитарій;
- анкета номінального утримувача – депозитарію;
- договір із номінальним утримувачем – депозитарієм (п.3);
- інформація про депозитарій, де зберігаються цінні папери;

---

<sup>1</sup> Якщо покупцем є зберігач, то рахунок у цінних паперах відкривається в депозитарії.



- договір купівлі-продажу акцій;
- Положення про порядок обліку цінних паперів у системі депозитарію;
- депозитарний договір між депозитарієм і зберігачем, у якого відкритий рахунок у цінних паперах покупцю.<sup>1</sup>

7. Реєстратор перереєструє акції, що належать продавцю, на ім'я депозитарію як номінального утримувача та надає йому виписку з реєстру власників іменних цінних паперів.

8. Після одержання виписки з реєстру на депозитарій як номінального утримувача і сертифіката акцій, депозитарій відповідно до договору “Номінального утримування цінних паперів власника”, зараховує акції на рахунок зберігача покупця.<sup>2</sup>

### **2.1.3. Специфіка роботи торговців цінними паперами в процесі обслуговування депозитарієм договорів по цінним паперам без грошового регулювання**

Як було зазначено в 2.1.1, бездокументарна форма випуску цінних паперів найкращим чином вдовольняє запитам активних учасників угод купівлі-продажу, які в основному представлені професійними організаціями. З огляду на велику кількість угод, які укладаються зазначеними суб'єктами ринку, доцільно запропонувати такий механізм реалізації переходу права власності на цінні папери, який би давав можливість сприяти високій діловій активності учасників ринку за мінімальних транзакційних витрат. Запропонований механізм ілюстровано на рис. 2.4.

Процес виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку (поставка без оплати) являє собою організований

---

<sup>1</sup> У випадку, коли продавець (покупець) сам надає реєстратору документи, необхідні для перереєстрації належних йому акцій на ім'я депозитарію як номінального утримувача, пункт б виконується продавцем (покупцем) самостійно.

<sup>2</sup> Якщо покупцем акцій є зберігач, то акції зараховуються на його рахунок у цінних паперах у депозитарії.

механізм з чітко визначеними наступними етапами:

1. Укладання договору власника цінного паперу і інвестора відповідно з торговцем (продавцем) і торговцем (покупцем) про здійснення операції купівлі-продажу цінних паперів.

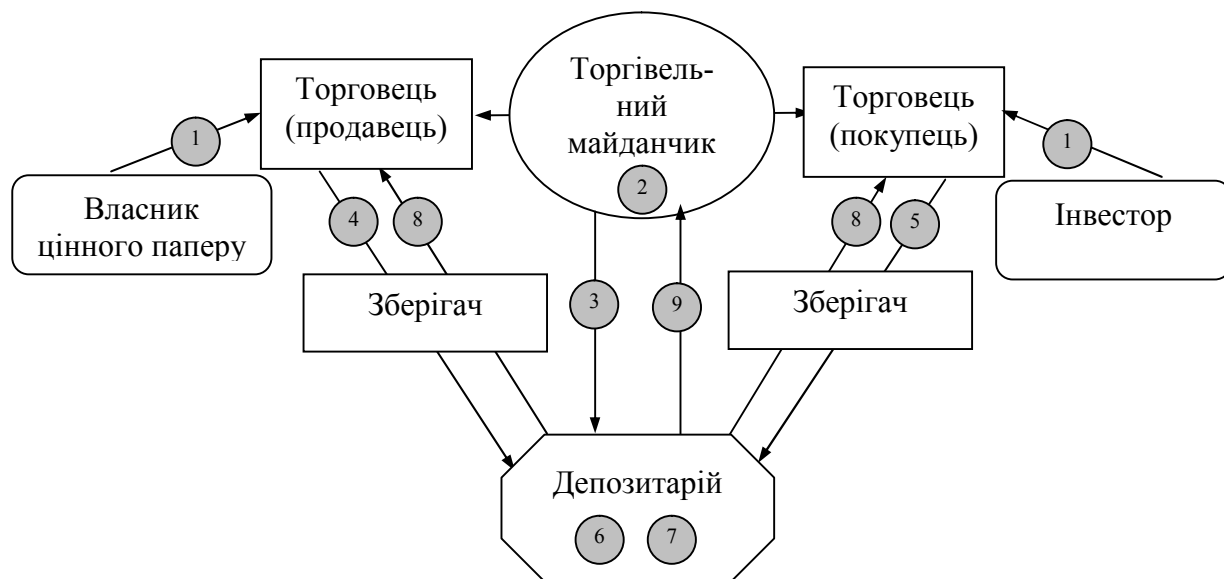


Рис. 2.4. Механізм виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку (поставка без оплати)

2. Укладання торговцями цінними паперами, учасниками торговельного майданчику, угоди купівлі-продажу цінних паперів (як по власних цінних паперах, так і по цінних паперах своїх клієнтів).

3. Торговельний майданчик, згідно з регламентом інформаційного обміну, протягом торгової сесії надає депозитарію інформацію про укладені угоди щодо тих цінних паперів, по яких депозитарій здійснює перереєстрацію в системі депозитарного обліку (тобто інформація про угоди щодо тих цінних паперів, які депоновані до системи депозитарного обліку та зареєстровані в реєстрі власників іменних цінних паперів на ім'я депозитарію як номінального утримувача).

4. Торговець, що продав цінні папери, відправляє депозитарію наказ

на списання цінних паперів з свого рахунку в цінних паперах (у разі дилерської операції) або з рахунку свого клієнта (у разі брокерської операції).<sup>1</sup>

5. Торговець, що придбав цінні папери, відправляє депозитарію наказ на зарахування цінних паперів на свій рахунок в цінних паперах (у разі дилерської операції) або на рахунок свого клієнта (у разі брокерської операції).<sup>1</sup>

6. При обслуговуванні торгівельного майданчика, депозитарій бере на себе обов'язки по виконанню звірки параметрів укладених угод, яка проводиться з метою виявлення можливих розбіжностей та помилок в розумінні суті, предмету угоди та перевірки наказів на списання/зарахування цінних паперів по рахунках в цінних паперах на ідентичність реквізитів заповнення. Депозитарій здійснює звірку параметрів угод на підставі інформації про укладені угоди, яку отримує від фондової біржі або ТІС, та наказів продавця та покупця.

7. Після виконання звірки депозитарій відповідно до отриманих наказів списує цінні папери з одного рахунку в цінних паперах та зараховує їх на інший рахунок у цінних паперах (тобто здійснює перереєстрацію прав власності на цінні папери в системі депозитарного обліку).

8. Депозитарій відправляє зберігачам, які обслуговують учасників угоди купівлі-продажу цінних паперів, виписки з рахунків у цінних паперах. Зберігачі після отримання виписки по своєму рахунку від депозитарію надають своїм депонентам виписки з рахунків в цінних паперах.<sup>1</sup>

9. Депозитарій за допомогою інформаційного терміналу надає ТІС або фондовій біржі звіт про виконані та невиконані угоди торговцями, членами торгівельного майданчику.

Дана схема відображає механізм перереєстрації прав власності на

---

<sup>1</sup> В разі, коли торговець цінними паперами (продавець або покупець) не є зберігачем, п.п. 3, 4, 7 виконуються при посередництві зберігача, якого обирає торговець.

цінні папери в системі депозитарного обліку шляхом переказу цінних паперів по рахунках в цінних паперах. При цьому механізмі депозитарій не контролює процес грошових розрахунків по угоді. Передбачається, що сторони угоди не будуть користуватися послугами депозитарію при здійсненні грошових розрахунків. Такий порядок розрахунків в депозитарії називається – без грошового врегулювання. Це стосується угод обміну, дарування, угод, розрахунки по яких здійснюються на умовах передплати або передоплати та інше.

Крім того, ця схема стосується як угод, що укладаються на організаційно-оформлених фондових ринках (торгівельно-інформаційних систем або фондових бірж), так і угод, що укладаються на неорганізованому ринку. В разі коли угода укладена на неорганізованому ринку, пункти 3 та 9 не виконуються.

Перереєстрація прав власності на цінні папери в системі депозитарного обліку здійснюється шляхом списання цінних паперів з рахунку в цінних паперах продавця та зарахування їх на рахунок в цінних паперах покупця. Депозитарій здійснює операцію переказу цінних паперів в системі депозитарного обліку на підставі наказів на списання/зарахування цінних паперів, які надаються до депозитарію зберігачем-постачальником та зберігачем-отримувачем цінних паперів. Таким чином, умови здійснення перереєстрації прав власності на цінні папери в системі депозитарного обліку наступні:

- власник цінних паперів повинен відкрити рахунок у цінних паперах у обраного ним зберігача (якщо цінні папери належать зберігачу – рахунок відкривається в депозитарії), на якому мають обліковуватися належні йому цінні папери;
- зберігач, який обліковує цінні папери на рахунках в цінних паперах, що відкриті власникам, повинен бути клієнтом депозитарію та депонувати до нього належні йому та його клієнтам цінні папери;

- цінні папери, відповідно до угод з якими здійснюється перереєстрація прав власності в системі депозитарного обліку, повинні бути зареєстровані в реєстрі власників іменних цінних паперів на ім'я депозитарію як номінального утримувача.

#### **2.1.4. Особливості співпраці депозитарію з торговцями в процесі обслуговування договорів по цінним паперам з грошовим регулюванням**

Торгівлею у відповідності з принципом поставка проти оплати називають угоди, при виконанні яких дотримується така умова: в день розрахунків продавець повинен поставити цінні папери покупцю, а покупець повинен сплатити вартість придбаних цінних паперів. Назва ППО зв'язана з тим, що платіж виконується одночасно з поставкою цінних паперів. Переказ грошових коштів може вимагати деякої затримки, але він повинен відбутися до кінця призначеного до виконання дня. Депозитарій, забезпечуючи принцип ППО, дозволяє інвесторам та торговцям запобігти ризиків, які пов'язані зі зміною ціни та можливістю порушення зобов'язань по угоді однією із сторін угоди.

Здійснена в відповідності з принципом ППО угода може вважатися завершеною, коли цінні папери перераховані на рахунок покупця, а грошові кошти перераховані продавцю. Оплата цінних паперів (грошові розрахунки за угодами щодо цінних паперів) може здійснюватися через грошові рахунки, що відкриваються сторонам угоди по цінних паперах в розрахунковому банку (одному або декількох), з яким депозитарій уклав договір про здійснення грошових розрахунків за угодами щодо цінних паперів. При цьому депозитарій на підставі інформації про виконання грошових розрахунків, що надає розрахунковий банк, має змогу

відслідковувати рух коштів і здійснювати відповідне перерахування цінних паперів при виконанні покупцем платежу.

Нижче приведені два з можливих варіантів реалізації принципу ППО в системі депозитарного обліку. Відмінності наведених схем полягають в різних способах проходження грошових коштів при виконанні розрахунків за угодами.

В першому випадку (рис. 2.5) депозитарій відкриває в розрахунковому банку розрахунковий рахунок на своє ім'я. Даний рахунок використовується виключно для обслуговування грошових розрахунків за угодами щодо цінних паперів, які укладають торговці. Для здійснення грошових розрахунків торговець повинен зарахувати суму грошових коштів, необхідну для сплати вартості придбаних цінних паперів, на свій субрахунок в розрізі грошового рахунку депозитарію в розрахунковому банку. В день, що призначений для виконання угоди, депозитарій дає розпорядження розрахунковому банку списати кошти з субрахунку покупця в розрізі свого розрахункового рахунку та зарахувати на розрахунковий рахунок продавця в його розрахунковому банку.

Процес виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку з урахуванням розрахункового банку продавця (поставка проти оплати) являє собою організований механізм з чітко визначеними наступними етапами:

1. Укладання договору власника цінного паперу і інвестора відповідно з торговцем (продавцем) і торговцем (покупцем) про здійснення операції купівлі-продажу цінних паперів.

2. Укладання торговцями цінними паперами, учасниками ТІС або фондової біржі, угоди купівлі-продажу цінних паперів (як по власних цінних паперах, так і по цінних паперах своїх клієнтів).

3. Торгівельний майданчик, згідно з регламентом інформаційного обміну, протягом торгової сесії надає депозитарію інформацію про укладені

угоди щодо тих цінних паперів, по яких він здійснює перереєстрацію в системі депозитарного обліку (тобто інформація про угоди щодо тих цінних паперів, які депоновані до системи депозитарного обліку та зареєстровані в реєстрі власників іменних цінних паперів на ім'я депозитарію як номінального утримувача).

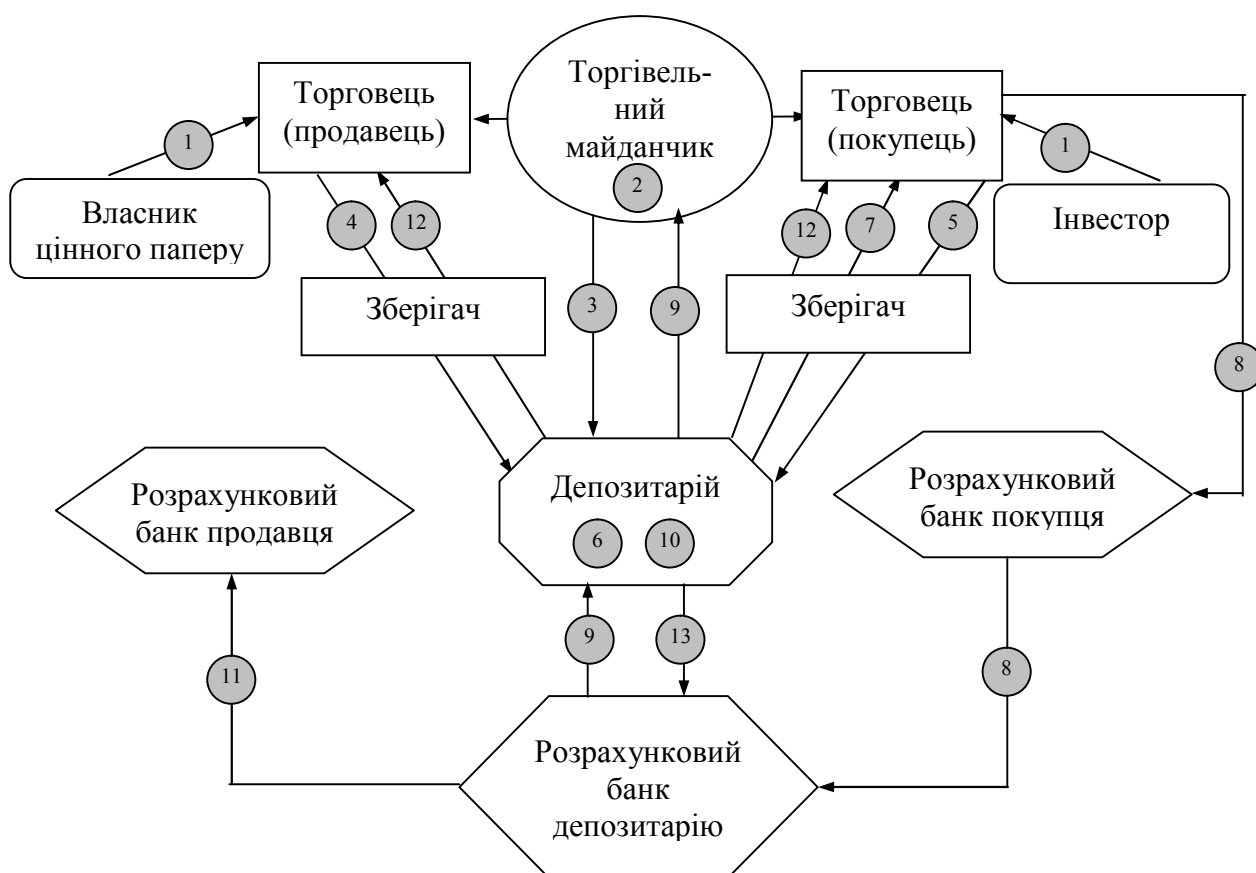


Рис. 2.5. Механізм виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку з урахуванням розрахункового банку продавця (поставка проти оплати)

4. Торговець, що продав цінні папери, відправляє депозитарію наказ на списання цінних паперів з свого рахунку в цінних паперах (у разі дилерської операції) або з рахунку свого клієнта (у разі брокерської операції) на свій субрахунок в цінних паперах; (операція блокування цінних паперів, по яких укладена угода в торгівельному майданчику на умовах

розрахунків по принципу ППО).<sup>1</sup>

5. Торговець, що придбав цінні папери, відправляє депозитарію наказ на зарахування цінних паперів на свій рахунок в цінних паперах (у разі дилерської операції) або на рахунок свого клієнта (у разі брокерської операції) з субрахунку в цінних паперах продавця.<sup>1</sup>

6. Депозитарій на підставі інформації про укладені угоди, яку він отримує від ГІС або фондової біржі, та наказів на списання/зарахування цінних паперів відповідно продавця та покупця здійснює звірку та зараховує цінні папери, по яких укладена угода, на субрахунок в цінних паперах продавця.

7. Депозитарій надає покупцю повідомлення про наявність цінних паперів на рахунку в цінних паперах, що виставлені на торги відповідно до його угоди, та необхідність перерахувати оплату цінних паперів на розрахунковий рахунок депозитарію в розрахунковому банку депозитарію.

8. Покупець здійснює перерахування оплати цінних паперів в розрахунковий банк депозитарію.

9. Депозитарій отримує від свого розрахункового банку повідомлення про перерахування покупцем оплати цінних паперів.

10. Депозитарій списує цінні папери з рахунку у цінних паперах, що виставлені на торги, продавця та зараховує їх на рахунок у цінних паперах покупця (здійснює перереєстрацію прав власності на цінні папери в системі депозитарного обліку).

11. Депозитарій дає розпорядження розрахунковому банку на перерахування оплати цінних паперів в розрахунковий банк продавця.

12. Депозитарій відправляє зберігачам, які обслуговують учасників угоди купівлі-продажу цінних паперів, виписки з рахунків у цінних паперах. Зберігачі, після отримання виписки по своєму рахунку від депозитарію,

---

<sup>1</sup> В разі, коли торговець цінними паперами (продавець або покупець) не є зберігачем, п.п. 3, 4, 6, 11 виконуються при посередництві зберігача, якого обирає торговець.



надають своїм депонентам виписки з рахунків в цінних паперах.

13. Депозитарій за допомогою інформаційного терміналу надає ТІС або фондовій біржі звіт про виконані та невиконані угоди торговцями, членами торговельного майданчику.

В другому випадку (рис. 2.6) торговці цінними паперами відкривають грошові рахунки в розрахунковому банку, з яким депозитарій підписав договір про надання послуг з розрахунків за операціями щодо цінних паперів. Ці рахунки використовуються виключно для обслуговування грошових розрахунків за угодами щодо цінних паперів, і право розпорядження коштами на цих рахунках має виключно власник рахунку.

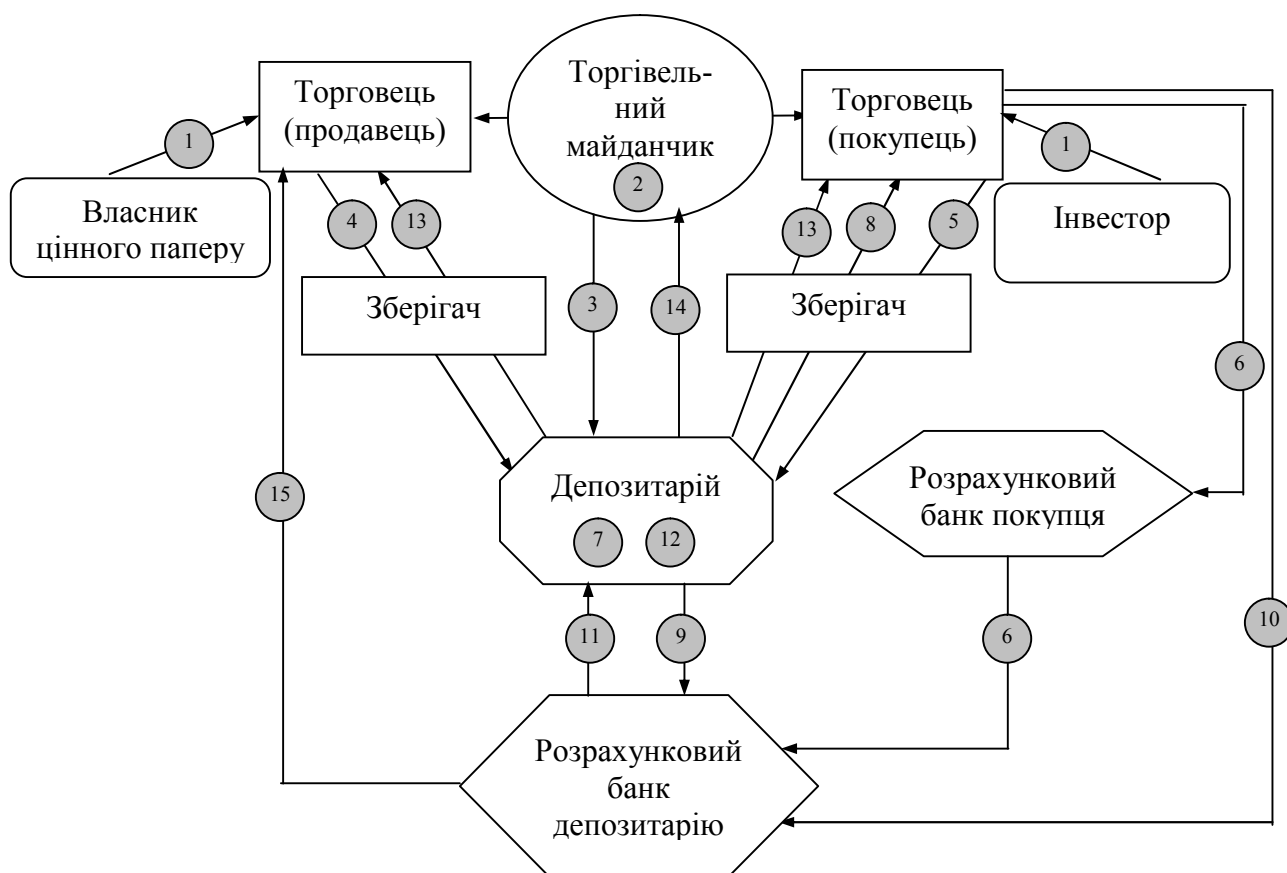


Рис. 2.6. Механізм виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку без урахування розрахункового банку продавця (поставка проти оплати)

Щодо другого варіанту реалізації принципу ППО, то процес виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку без урахування розрахункового банку продавця (поставка проти оплати) являє собою механізм з визначеними наступними етапами:

1. Укладання договору власника цінного паперу і інвестора відповідно з торговцем (продавцем) і торговцем (покупцем) про здійснення операції купівлі-продажу цінних паперів.

2. Укладання торговцями цінними паперами – учасниками торгового майданчика угоди купівлі-продажу цінних паперів (як по власних цінних паперах, так і по цінних паперах своїх клієнтів).

3. ТІС або фондова біржа, згідно з регламентом інформаційного обміну, протягом торгової сесії надає депозитарію інформацію про укладені угоди щодо тих цінних паперів, по яких депозитарій здійснює перереєстрацію в системі депозитарного обліку (тобто інформація про угоди щодо тих цінних паперів, які депоновані до системи депозитарного обліку та зареєстровані в реєстрі власників іменних цінних паперів на ім'я депозитарію як номінального утримувача).

4. Торговець, що продав цінні папери, відправляє депозитарію наказ на списання цінних паперів з свого рахунку в цінних паперах (у разі дилерської операції) або з рахунку свого клієнта (у разі брокерської операції) на свій субрахунок в цінних паперах; (операція блокування цінних паперів, по яких укладена угода торговельному майданчику на умовах розрахунків по принципу ППО).<sup>1</sup>

5. Торговець, що придбав цінні папери, відправляє депозитарію наказ на зарахування цінних паперів на свій рахунок в цінних паперах (у разі дилерської операції) або на рахунок свого клієнта (у разі брокерської операції) з субрахунку в цінних паперах продавця.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> В разі, коли торговець цінними паперами (продавець або покупець) не є зберігачем, п.п. 3, 4, 7, 12 виконуються при посередництві зберігача, якого обирає торговець.

6. Покупець, в разі, коли залишок на його грошовому рахунку в розрахунковому банку депозитарію менше суми, яку він має заплатити за придбані цінні папери, здійснює перерахування грошових коптив на свій рахунок в розрахунковий банк депозитарію.

7. Депозитарій на підставі інформації про укладені угоди, яку він отримує від ТІС або біржі, та наказів на списання/зарахування цінних паперів відповідно продавця та покупця здійснює звірку та зараховує цінні папери, по яких укладена угода, на субрахунок в цінних паперах продавця.

8. Депозитарій надає покупцю повідомлення про наявність цінних паперів на рахунку в цінних паперах, що виставлені на торги відповідно до його угоди. Кожне таке повідомлення має свій унікальний номер та є підтвердженням того, що цінні папери, по яких була укладена угода, готові до поставки покупцю.

9. Депозитарій відправляє до розрахункового банку відомість угод, призначених до виконання. В відомості міститься інформація відносно тих угод з цінними паперами, розрахунки по яких призначені на даний день. Грошові розрахунки по угодах, що не зазначені в даній відомості на даний день, розрахунковий банк здійснювати не буде.

10. Покупець в день виконання розрахунків T+3 (де T – день укладання угоди на торговій площадці) формує та надає розрахунковому банку розпорядження про перерахування грошових коштів, передбачених за угодою щодо цінних паперів, з власного грошового рахунку на грошовий рахунок продавця. Цей крок виконується покупцем тільки при отриманні ним повідомлення від депозитарію про наявність цінних паперів на рахунку в цінних паперах, що виставлені на торги продавця.

11. Розрахунковий банк надає депозитарію повідомлення про виконання грошових розрахунків відповідно до угоди.

12. Депозитарій списує цінні папери з рахунку у цінних паперах, що виставлені на торги, продавця, та зараховує їх на рахунок у цінних паперах

покупця (здійснює перереєстрацію прав власності на цінні папери в системі депозитарного обліку). Цей крок виконується депозитарієм тільки після повідомлення від розрахункового банку про здійснення грошових розрахунків по угоді. Таким чином, можна стверджувати, що поставка цінних паперів продавцем та сплата грошових коштів покупцем здійснюється практично одночасно.

13. Депозитарій відправляє зберігачам, які обслуговують учасників угоди купівлі-продажу цінних паперів, виписки з рахунків у цінних паперах. Зберігачі, після отримання виписки по своєму рахунку від депозитарію, надають своїм депонентам виписки з рахунків в цінних паперах.

14. Депозитарій за допомогою інформаційного терміналу надає ТІС або фондовій біржі звіт про виконані та невиконані угоди торговцями – членами торгівельного майданчика.

15. Розрахунковий банк надає продавцю виписку з його грошового рахунку.

Грошові розрахунки по угодах щодо цінних паперів, які виконуються по принципу ППО, здійснюються через систему грошових рахунків, що відкриваються учасникам ТІС або біржі в розрахунковому банку депозитарію для обслуговування виключно грошових розрахунків між учасниками торгівельного майданчика відповідно до укладених ними угод щодо цінних паперів.

Умови, що необхідні для забезпечення принципу ППО в системі депозитарного обліку наступні:

- власник цінних паперів повинен відкрити рахунок у цінних паперах у обраного ним зберігача (якщо цінні папери належать зберігачу – то рахунок відкривається в депозитарії), на якому мають обліковуватися належні йому на правах власності цінні папери;
- зберігач, який обліковує цінні папери на рахунках в цінних паперах, що відкриті власникам, повинен бути клієнтом депозитарію та

- депонувати до нього належні йому та його клієнтам цінні папери;
- цінні папери, відповідно до угод з якими здійснюється перереєстрація прав власності в системі депозитарного обліку, повинні бути зареєстровані в реєстрі власників іменних цінних паперів на ім'я депозитарію як номінального утримувача;
  - торговці цінними паперами – учасники торгової площадки повинні бути призначені уповноваженими по рахунках, на яких обліковуються цінні папери, що передані торговцям їх клієнтами для здійснення дій з цими цінними паперами на підставі договору комісії;
  - клієнти депозитарію (зберігачі-торговці) та їх депоненти (торговці цінними паперами та власники) повинні відкрити грошові рахунки в розрахунковому банку, з яким депозитарій підписав договір про надання послуг з розрахунків за операціями щодо цінних паперів;
  - торговцям цінними паперами, учасникам ТІС або фондової біржі (не зберігачам), повинні бути відкриті в депозитарії субрахунки в цінних паперах в розрізі рахунку зберігача, у якого обслуговується торговець. На цих субрахунках обліковуються до виконання розрахунків цінні папери, по яких укладені угоди в ТІС. Якщо в день виконання розрахунків покупець не виконав свої грошові зобов'язання перед продавцем, цінні папери повертаються на рахунок в цінних паперах продавця.

Підґрунтям для ефективного використання зазначених принципів мають бути зусилля спрямовані організаторами ринку на подальшу його реструктуризацію, а саме депозитарної системи. Очевидно, що найбільш актуальним питанням на сьогоднішній день є створення єдиного Центрального депозитарію.

В даний момент часу існує три варіанти практичної реалізації створення єдиного депозитарію.

Відповідно до першого варіанту, Національний депозитарій України і МФС реорганізуються шляхом злиття на умовах, рекомендованих розробленою наприкінці минулого року “Програмою розвитку фондового ринку в Україні”. Цей варіант передбачає створення єдиного клірингового депозитарію корпоративних цінних паперів і надання професійним учасникам ринку можливості одержати більшість голосів у спостережній раді депозитарію, передбачивши можливість збереження за державою обмеженого “права вето” з питань, що можуть загрожувати національним інтересам і економічному суверенітету країни.

Відповідно до другого варіанта необхідно скасувати дію меморандуму між урядами України і США від 15 січня 1999 року і на базі Національного депозитарію розвивати повнофункціональний депозитарій для різних сегментів фінансового ринку України.

Третій варіант передбачає ліквідацію НДУ і розвиток на базі “МФС” єдиного клірингового депозитарію корпоративних цінних паперів.

На нашу думку, в Україні необхідно створити депозитарний холдинг, де б НДУ забезпечував би стандартизацію, кодифікацію цінних паперів, а МФС – ведення рахунків по цінних паперах, зберігання та обслуговування операцій, кліринг та розрахунки на організаційно-оформлених ринках.

Виконання поставленого завдання має супроводжуватися подальшим вдосконалення механізму здійснення угод купівлі-продажу цінних паперів у бездокументарній формі.

З урахуванням всіх вищезазначених пропозицій, оптимальний механізм здійснення угод купівлі-продажу цінних паперів представлено на рис. 2.7.

Відповідно до даного рисунку, процес виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку, на основі створення єдиного Центрального депозитарію, являє собою організований механізм з чітко визначеними наступними етапами:

1. Укладання договору власника цінного паперу і інвестора відповідно з торговцем (продавцем) і торговцем (покупцем) про здійснення операції купівлі-продажу цінних паперів.

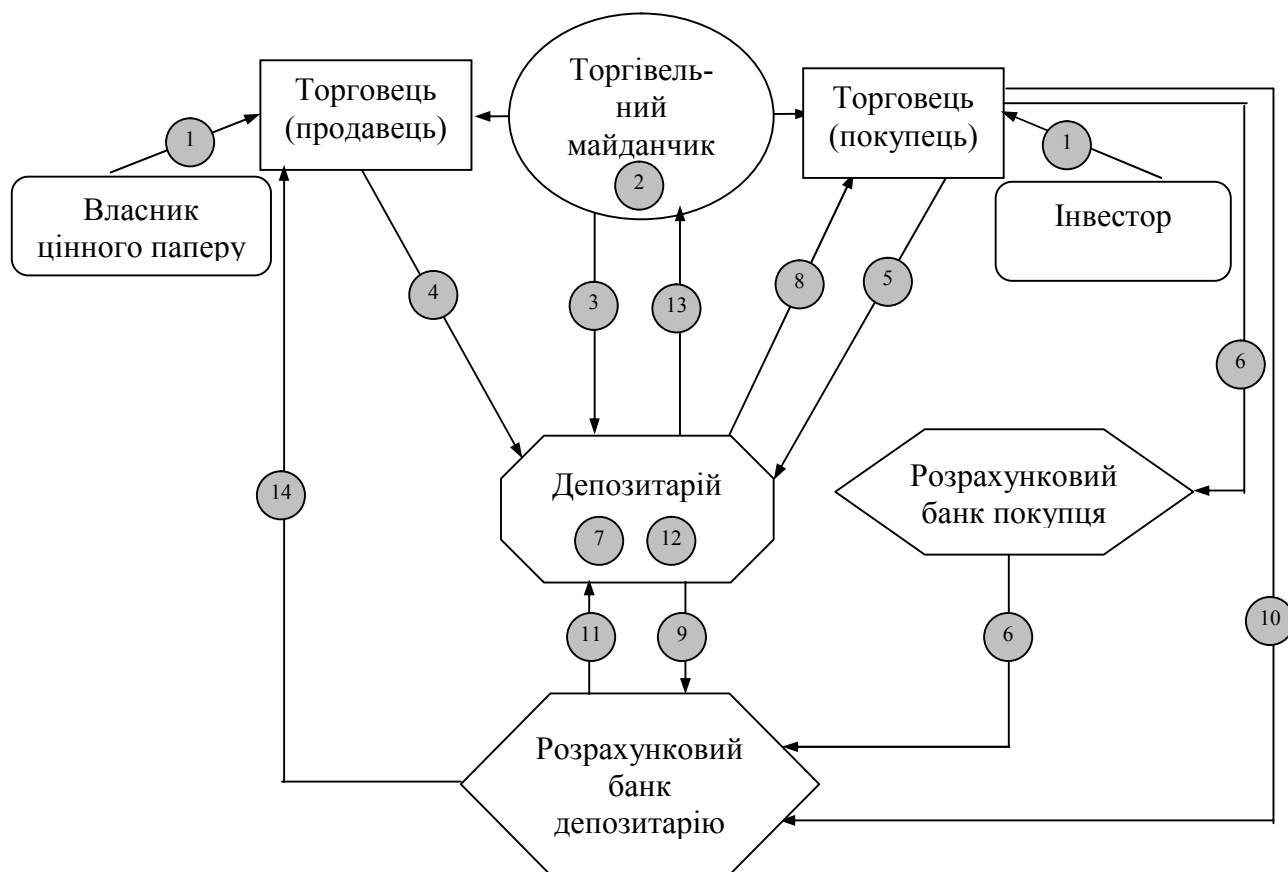


Рис. 2.7. Механізм виконання угоди купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку, на основі створення єдиного Центрального депозитарію

2. Укладання торговцями цінними паперами – учасниками торгового майданчика угоди купівлі-продажу цінних паперів (як по власних цінних паперах, так і по цінних паперах своїх клієнтів).

3. ГІС або фондова біржа, згідно з регламентом інформаційного обміну, протягом торгової сесії надає депозитарію інформацію про укладені угоди щодо цінних паперів, по яких депозитарій здійснює перереєстрацію в системі депозитарного обліку.

4. Торговець, що продав цінні папери, відправляє депозитарію наказ на списання цінних паперів з свого рахунку в цінних паперах (у разі дилерської операції) або з рахунку свого клієнта (у разі брокерської операції) на свій субрахунок в цінних паперах.

5. Торговець, що придбав цінні папери, відправляє депозитарію наказ на зарахування цінних паперів на свій рахунок в цінних паперах (у разі дилерської операції) або на рахунок свого клієнта (у разі брокерської операції) з субрахунку в цінних паперах продавця.

6. Покупець, в разі, коли залишок на його грошовому рахунку в розрахунковому банку депозитарію менше суми, яку він має заплатити за придбані цінні папери, здійснює перерахування грошових коптив на свій рахунок в розрахунковий банк депозитарію.

7. Депозитарій на підставі інформації про укладені угоди, яку він отримує від ТІС або біржі, та наказів на списання/зарахування цінних паперів відповідно продавця та покупця здійснює звірку та зараховує цінні папери, по яких укладена угода, на субрахунок в цінних паперах продавця.

8. Депозитарій надає покупцю повідомлення про наявність цінних паперів на рахунку в цінних паперах, що виставлені на торги відповідно до його угоди. Кожне таке повідомлення має свій унікальний номер та є підтвердженням того, що цінні папери, по яких була укладена угода, готові до поставки покупцю.

9. Депозитарій відправляє до розрахункового банку відомість угод, призначених до виконання. В відомості міститься інформація відносно тих угод з цінними паперами, розрахунки по яких призначені на даний день. Грошові розрахунки по угодах, що не зазначені в даній відомості на даний день, розрахунковий банк здійснювати не буде.

10. Покупець в день виконання розрахунків T+3 (де T – день укладання угоди на торговій площадці) формує та надає розрахунковому банку розпорядження про перерахування грошових коштів, передбачених за



угодою щодо цінних паперів, з власного грошового рахунку на грошовий рахунок продавця. Цей крок виконується покупцем тільки при отриманні ним повідомлення від депозитарію про наявність цінних паперів на рахунку в цінних паперах, що виставлені на торги продавця.

11. Розрахунковий банк надає депозитарію повідомлення про виконання грошових розрахунків відповідно до угоди.

12. Депозитарій списує цінні папери з рахунку у цінних паперах, що виставлені на торги, продавця, та зараховує їх на рахунок у цінних паперах покупця (здійснює перереєстрацію прав власності на цінні папери в системі депозитарного обліку). Цей крок виконується депозитарієм тільки після повідомлення від розрахункового банку про здійснення грошових розрахунків по угоді. Таким чином, можна стверджувати, що поставка цінних паперів продавцем та сплата грошових коштів покупцем здійснюється практично одночасно.

13. Депозитарій за допомогою інформаційного терміналу надає ТІС або фондовій біржі звіт про виконані та невиконані угоди торговцями – членами торгівельного майданчика.

14. Розрахунковий банк надає продавцю виписку з його грошового рахунку.

Таким чином, вдосконалення механізму реалізації прав власності на цінні папери, має ґрунтуватися на використанні бездокументарної форми випуску цінних паперів, що в свою чергу зменшить транзакційні витрати та збільшить кількість угод сприяючи покращанню ліквідності вторинного ринку цінних паперів. Закріплення досягнутих успіхів має базуватися на вдосконаленні інфраструктури фондового ринку, особливо у частині оптимізації функціональних обов'язків ринку. При цьому ключовим фактором успіху є визначення особливого статусу депозитарної системи при здійсненні угод купівлі-продажу цінних паперів. Основними характеристиками депозитарної системи за бездокументарної форми

випуску цінних паперів має бути: створення єдиного Центрального депозитарію із збільшенням повноважень щодо ведення реєстру власників цінних паперів; ведення рахунків та здійснення зберігання цінних паперів; проведення операцій клірингу та розрахунків по угодам щодо цінних паперів. Здійснення всіх вище перерахованих видів діяльності депозитарію, повинно значно знизити вартість послуг щодо укладання угод та прискорити процедуру переходу права власності на цінні папери.

## **2.2. Методичні підходи щодо присвоєння корпоративного рейтингу емітентам цінних паперів на національному ринку**

Однією з причин нерозвиненості вторинного ринку цінних паперів, є відсутність комплексної, достовірної інформації про емітентів і про стан ринку в цілому. Така інформація є головним джерелом даних для потенційних інвесторів, кредиторів і партнерів, що керуються у своїй діяльності, як результатами фінансового аналізу підприємства, так і його рейтинговою оцінкою.

У статутах великих іноземних інвестиційних, пенсійних і страхових компаній зазначається, що вони не мають права вкладати кошти на ринках, що формуються, поки не ознайомляться з відповідними кредитними рейтингами. Більш того, пенсійним і взаємним фондам США заборонено купувати цінні папери неінвестиційного класу. Лише тільки в США більше десяти положень фінансового законодавства спираються на поняття кредитного рейтингу.

Актуальність використання кредитних рейтингів, що присвоєні спеціалізованим агентством, істотно зростає також і з розвитком обсягів зовнішньоекономічної діяльності. Передоплата в розмірі 100%, виставлення безвідзивного акредитива, оплата тільки по факту виконання зобов'язань – всі ці умови стали обов'язковою вимогою закордонних контрагентів при

веденні зовнішньоторговельних операцій з українськими партнерами. Закордонні контрагенти віддають перевагу саме таким видам гарантій, тому що найчастіше в них немає інших способів переконатися в кредитоспроможності і стабільності українських компаній.

Поняття кредитний рейтинг, дослівно переводиться як оцінка довіри, або в рамках фінансової термінології – як оцінка кредитоспроможності. У силу того, що кредитні рейтинги виникли і розвивалися в США (ще в 1909 р.), у даний час на світових фінансових ринках виявляється домінуюча роль саме американських рейтингових агентств, а також англомовної термінології, пов'язаної з кредитними рейтингами.

У світі розрізняють рейтинги короткострокових та довгострокових цінних паперів, а також для зобов'язань, номінованих у твердій або національній валюті.

Рейтингові агентства Moody's Investors Service (Moody's) та Standard & Poor's Creditwire (S&P's) є найавторитетнішими. Перше агентство розраховує рейтинги 80% банків і 78% корпорацій, друге – 37% банків і 78% корпорацій. Дещо відстає створене злиттям американської і європейської рейтингової фірм агентство Fitch IBCA (27% банків і 3% корпорацій). Серед відомих агентств можна назвати фірму Thomson Bankwatch, що спеціалізується на оцінці банків, а також фірму Duff & Phelps (DCR) [24].

За визначенням рейтингового агентства Fitch IBCA, кредитний рейтинг – це думка щодо здатності юридичної особи або випуску цінних паперів зустріти фінансові зобов'язання, такі як відсотки, дивіденди або виплати основної суми на своєчасній основі.

У залежності від вимог емітента і його положення, існує кілька типів рейтингів: повноцінний рейтинг, попередній рейтинг, рейтинг для приватних угод, думка про кредитоспроможність.

Міжнародні рейтингові агентства виставляють у даний час близько 20 різних рейтингів, з яких виділяють 2 основних види: рейтинг емітента і рейтинг цінних паперів.

Як наслідок великого числа типів рейтингів, агентствами використовуються різноманітні рейтингові позначення і шкали (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

## Шкала кредитних рейтингів найбільших рейтингових агентств

Рівень надійності боргових зобов'язань емітента	Moody's Investors Service	Standard & Poor's	Fitch IBCA
Винятковий, максимальна надійність	Aaa	AAA	AAA
Відмінний, висока надійність	Aa	AA	AA
Вище за середнє	A	A	A
Нижче середнього	Baa	BBB	BBB
Спекулятивний	Ba	BB	BB
Високоспекулятивний	B	B	B
Найбільш спекулятивний	Ca, Ca, C	CCC, CC, C	CCC, CC, C
Нездійсненні зобов'язання	Ca, C	D	DDD, DD, D

Що стосується градації рейтингу усередині основної категорії, то вона здійснюється відповідно позначень які показано в таблиці 2.2.

Таблиця 2.2

## Градація рейтингу усередині основної категорії

Moody's	S&P	Fitch IBCA	Характеристика категорії
1	+	+	Краще середнього в даній категорії
2			Середні в даній категорії
3	-	-	Гірше середніх у даній категорії

З точки зору інвестиційної привабливості цінних паперів, кожен рівень кредитного рейтингу входить у той або інший клас, яких виділяють три:

- інвестиційний клас, у який входять в порядку убутання цінні папери з рейтингом від AAA (Aaa) до BBB (Baa);
- неінвестиційний клас, що у свою чергу поділяється на спекулятивний і аутсайдерський – це цінні папери класу BB (Ba) і нижче, за якими у світовій практиці закріпилася назва “junk bond” або непридатні облігації (цінні папери);
- до аутсайдерського класу відносяться цінні папери рівня CCC (Ca).

Одержання авторитетного кредитного рейтингу для української компанії є процедурою досить трудомісткою і дорогою (вартість послуги S&P's складає кілька десятків тисяч доларів США), воно доцільно тільки у випадку виходу на закордонні ринки запозичень або при розробці великих міжнародних проектів. Виходом з такої ситуації може послужити внутрішній кредитний рейтинг, що може бути менш дорогою послугою і дозволить оцінити рівень кредитоспроможності компанії і донести інформацію про неї як до внутрішніх, так і до зовнішніх інвесторів. Крім того, одержання емітентом кредитного рейтингу сприяє підвищенню його фінансової гнучкості, полегшуючи звертання до джерел коштів за межами традиційної банківської сфери. Рейтинги сприяють досягненню оптимальної вартості капіталу, оскільки дозволяють емітентові звернутися до ліквідного джерела коштів. Результатом цього стає зниження середньої вартості фінансування. Рейтинг також забезпечує доступ до ринку облігацій, термінових контрактів, допомагає підвищити ліквідність цінного папера.

Для повноцінного застосування рейтингової системи потрібен розвиток інституту національних рейтингових агентств. Причому, внутрішні кредитні рейтинги відбивають більше розмаїття кредитоспроможності національних позичальників, ніж міжнародні. Це відбувається за рахунок

застосування до національних компаній усієї рейтингової шкали при виключенні з розгляду ризику країни, що виявляється найважливішим обмежуючим фактором при присвоєнні міжнародних рейтингів.

Коректування на ризик країни за рахунок встановлення більш високого нормативу достатності капіталу, в принципі, дозволяють домогтися еквівалентності підходів міжнародного і внутрішнього рейтингів.

Природно, найважливішою умовою застосування цього підходу є здатність національних рейтингових агентств показати імовірні характеристики своїх рейтингів, тобто імовірність втрат по кредиту позичальникам з визначеним рейтингом. Тільки при наявності кількісної оцінки якості рейтингу можливе виявлення відповідностей між внутрішніми і міжнародними рейтингами, що дозволить забезпечити відсутність можливостей регулятивного арбітражу за рахунок переходу компаніями в оцінці ризиків з міжнародних рейтингів на внутрішні.

Внутрішні рейтинги, які не обмежені рейтингом країни, можуть мати ті ж імовірні характеристики, що і більш високі міжнародні рейтинги, які дають підставу на зниження коефіцієнта ризику. Приклад такої ситуації представлений на рис. 2.8.

Внутрішні рейтинги в країнах з нестабільною економікою, як правило, характеризуються більш м'яким підходом до присвоєння високого рейтингу компаніям. У результаті імовірність банкрутства компанії (відзначена на малюнку за допомогою інтенсивності штрихування) з високим внутрішнім рейтингом відповідає імовірності банкрутства компанії із середнім міжнародним рейтингом. Однак, важливо відзначити, що ця імовірність може бути відчутно нижче, ніж пророкована міжнародним рейтингом.

Області з однаковим штрихуванням вказують на однакову імовірність банкрутства.

Така потенційно велика гнучкість внутрішніх рейтингів дозволяє рекомендувати визначені модифікації до консультативного документа

Базельського комітету, здатні зробити угоду, що застосовується не тільки до групи найбільш розвинутих країн.

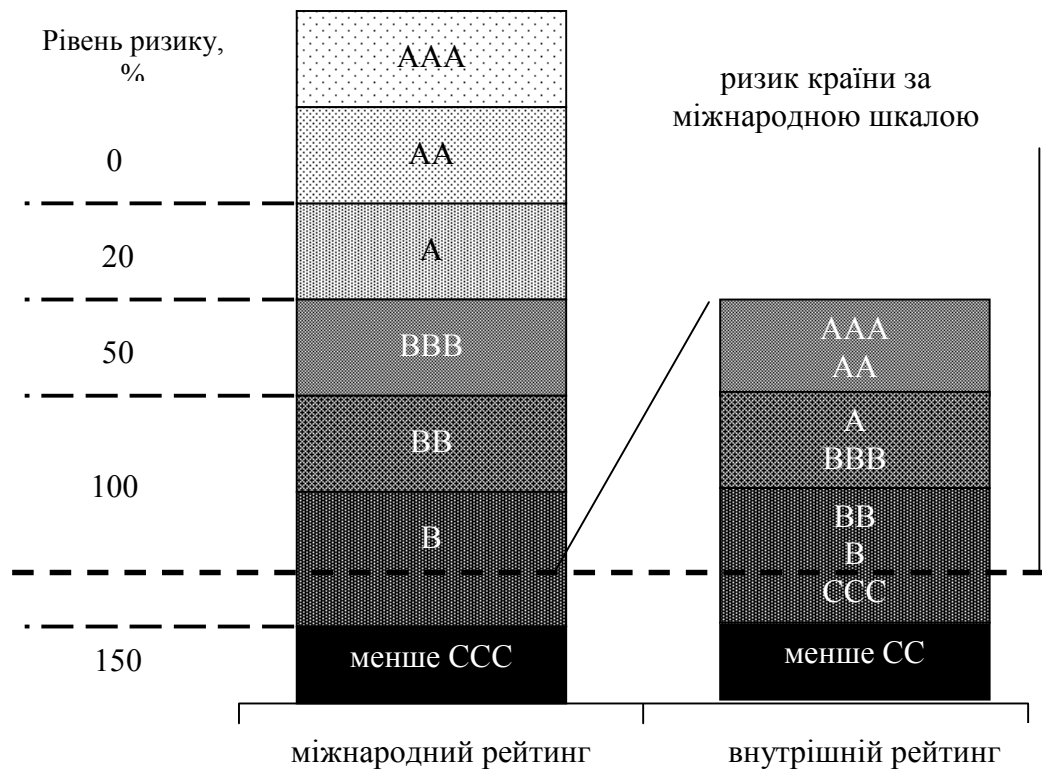


Рис 2.8. Співвідношення імовірних характеристик внутрішніх і міжнародних рейтингів

Рейтинги проведені в Україні Першою фондовою торговельною системою, Асоціацією українських банків, Українською асоціацією інвестиційного бізнесу, “Інвестиційною газетою” та іншими періодичними виданнями, не відповідають загальноприйнятому трактуванню кредитних рейтингів, оскільки ранжирування проводиться по одному або, у кращому випадку, декільком показникам. Жоден з вище названих рейтингів не відноситься до розряду прогнозних.

Відповідно до цього, труднощі, пов'язані з проведенням кредитного рейтингу, виникають у зв'язку із сумнівною вірогідністю звітності українських підприємств, а також збором такої звітності й інформації

суб'єктивного характеру. Саме тому зростає роль національного рейтингового агентства, діяльність якого була б спрямована на цілеспрямований збір інформації про підприємства, на розробку методології складання кредитних рейтингів.

Особливо важливо зрозуміти, що процедура визначення рейтингу ніяким чином не обмежується вивченням фінансових показників компанії. Належна оцінка вимагає більш широкої бази з проведенням ретельного розгляду фундаментальних факторів діяльності компанії, у тому числі рішень про конкурентне положення компанії й оцінки керівництва і його стратегій.

Інколи рейтинг може виявитися під сильним впливом фінансових факторів. В інші періоди можуть домінувати фактори ділового ризику. У кожному випадку аналіз галузевих характеристик і положення фірми в цьому середовищі необхідні для створення фінансових контрольних показників, що застосовуються в кількісному компоненті аналізу.

У зв'язку з цим автором була проведена оцінка кредитного рейтингу підприємств металургійної та коксохімічної галузі України, у ході проведення якого пропонується використовувати міжнародні методологічні підходи, адаптовані до особливостей функціонування українських підприємств. Запропонована методика визначення кредитного рейтингу для емітентів цінних паперів розглядається нижче.

Згідно з даними підходами складання кредитного рейтингу, на початку цієї процедури доцільно провести аналіз галузевих ризиків, що дозволить виявити й оцінити ризики, типові для значної частини підприємств галузі й оцінити значимість (вагу) різних операційних і фінансових факторів для кредитоспроможності підприємств.

На основі даного аналізу нами було виявлено і систематизовано три основні групи ризиків: операційні, організаційно-управлінські і фінансові.

1. Операційні ризики підприємства.



На основі оцінки основних тенденцій розвитку галузі і виявлення ключових факторів успіху в галузі можна визначити рівень операційного ризику для розглянутого підприємства, що дозволить оцінити його здатність генерувати операційний грошовий потік, достатній для виконання фінансових зобов'язань. Для цього необхідно насамперед проаналізувати положення розглянутого підприємства на ринку і порівняти його з іншими підприємствами галузі за такими показниками, як обсяги продажів, диверсифікованість збуту, рівень цін, особливості товарів, робіт, послуг і ін. Крім того, необхідно проаналізувати ризики, зв'язані з процесом виробництва продукції і надання послуг: порівняння виробничих показників розглянутого підприємства із середніми для галузі показниками дозволить оцінити відносний рівень виробничого ризику.

## 2. Організаційно-управлінські ризики підприємства.

Аналіз структури власності і контролю над підприємством має ключове значення для оцінки його кредитоспроможності. По-перше, власники або інші особи, що контролюють діяльність підприємства, приймають ключові рішення по найбільш важливих аспектах діяльності підприємства, включаючи великі інвестиційні і фінансові угоди, призначення і звільнення з посади директорів і керівників підприємства й ін. По-друге, власники або інші особи, у яких існує можливість контролювати діяльність підприємства, часто мають економічну зацікавленість у вилученні коштів у підприємства або, навпаки, у наданні йому фінансової підтримки, навіть якщо для цього потрібне здійснення неринкових угод, що ущемляють права дрібних акціонерів. Оскільки в Україні права дрібних акціонерів у даний час слабо захищені, подібні ситуації надзвичайно широко поширені на практиці. Як наслідок, рейтинг підприємства, крім окремих рідких випадків, не може бути вище рейтингу власника або того, хто контролює його діяльність: приналежність підприємства фінансово стійкому стратегічному інвесторові може позитивно відбитися на його

кредитоспроможності, у той час як серйозні фінансові проблеми власника можуть вплинути на кредитоспроможність підприємства.

### 3. Фінансові ризики підприємства.

Аналіз фінансової й інвестиційної політики дозволяє довідатися про цільові настанови і плани менеджменту підприємства в цій сфері, визначити здатність підприємства виконувати намічені плани, оцінити схильність менеджменту підприємства до прийняття інвестиційних і фінансових ризиків, визначити використовувані підприємством методи управління ризиками. Усе це дає аналітикові можливість точніше оцінити ризик підприємства, а також скласти більш правдоподібний прогноз розвитку ситуації.

Крім цього, аналіз фінансової й інвестиційної політики підприємства містить у собі оцінку інформаційної прозорості, відкритості підприємства, а також дослідження особливостей його облікової політики, що необхідно для правильної інтерпретації його фінансової звітності.

Джерелами інформації для аналізу активів є баланс, звіт про фінансові результати, звіт про рух грошових коштів, а також внутрішня звітність підприємства.

У процесі аналізу кредитоспроможності все-таки доцільно розрахувати ряд ключових показників, головним чином для виявлення їхньої динаміки й оцінки відхилень від середньогалузевих значень.

Під час розрахунку таких показників, порівнюючи із середньогалузевими значеннями (додатки А і Б), нами привласнювалася кожному показнику визначена сума балів, що відповідала стану підприємства. Крім того, в додатку В трактовано зміст балам, що виставлялися по організаційно-управлінських та операційних ризиках діяльності підприємства.

На основі розрахованих фінансових показників (додатки Д та Ж) та проведеного комплексного аналізу підприємств металургійної та

коксохімічної галузі, була дана бальна оцінка основних ризиків в діяльності підприємств (додатки З і К).

При оцінці операційних і організаційно-управлінських ризиків додатково використовувалися якісні оцінки. У підсумковій оцінці сумарна вага критеріїв, що характеризують операційні ризики складає 0,3; вага організаційно-управлінських ризиків – 0,2; фінансових – 0,5.

Після проведення всього комплексу робіт була визначена кількість балів для визначення рейтингу по основним ризикам (додаток Л).

У процесі оцінки були використані дані за 2000-2002 рр. Фонду держмайна України, “Інвестиційної газети” і річні звіти деяких аналізованих компаній.

При складанні рейтингу нами була запропонована та використана шкала, опис якої представлений в таблиці 2.3.

Таблиця 2.3

## Шкала кредитного рейтингу

Шкала	Бали	Характеристика рейтингової категорії
1	2	3
A1	1-1,1	Винятково висока здатність підприємства вчасно й у повному обсязі виконувати свої боргові зобов'язання. Найвищий рейтинг. Зобов'язання емітента з даним рейтингом мають найменший інвестиційний ризик
A2	1,2-1,3	Дуже висока кредитоспроможність підприємства. Негативні зміни в бізнесі, економічних і фінансових умовах можуть збільшити інвестиційний ризик, але незначно
A3	1,4-1,6	Висока кредитоспроможність підприємства. Фінансовий стан емітента по погашенню суми боргу і відсотків по ньому досить сильний, хоча емітент, можливо, схильний до негативних змін в економічних умовах і комерційних обставинах, що приведе до збільшення інвестиційного ризику
B1	1,7-1,8	Відносно висока кредитоспроможність підприємства. Імовірність невиконання зобов'язань навіть у випадку реалізації несприятливих комерційних, фінансових і економічних умов незначна, але більш висока чутливість до негативних економічних умов
B2	1,9-2,1	Достатня кредитоспроможність
B3	2,2-2,4	Задовільна кредитоспроможність
B1	2,5-3,0	Недостатня кредитоспроможність. Своєчасне виконання зобов'язань у значній мірі залежить від сприятливих комерційних, фінансових і економічних умов

## Продовження таблиці 2.3

1	2	3
В2	3,1-3,5	Низька кредитоспроможність. Висока імовірність невиконання зобов'язань.
В3	3,6-3,8	Вкрай низька кредитоспроможність, найближчим часом очікується невиконання зобов'язань
Г	3,9-4,1	Означає вибірковий дефолт, що склався, і який привів до реструктуризації по окремих боргових зобов'язаннях, але при збереженні своєчасних і повних виплат по інших зобов'язаннях
Д	4,2-5,0	Привласнюється у випадку повного дефолту, що веде до застосування процедур банкрутства

Слід зазначити, що кожній рейтинговій категорії відповідає визначена імовірність настання банкрутства. Чим вище категорія, тим, відповідно, нижче імовірність. Кількісне її визначення затруднене через те, що статистика діяльності підприємств охоплює невеликий період часу.

Отриманий кредитний рейтинг аналізованих підприємств представлений у табл. 2.4.

Таблиця 2.4

## Кредитний рейтинг основних підприємств металургійної та коксохімічної галузі України

№ п/п	Назва компанії	Рейтинг по рокам		
		2000	2001	2002
	Металургійна галузь			
1	ВАТ “Дніпропетровський трубний завод”	Д	Г	Г
2	ВАТ “Харцизький трубний завод”	В2	В1	Б3
3	ВАТ “Краматорський металургійний завод ім. Куйбишева”	В2	В2	В2
4	ВАТ “Металургійний комбінат “Азовсталь”	В1	Б3	Б3
5	ВАТ “Донецький металопрокатний завод”	В1	В1	В2
	Коксохімічна галузь			
6	ВАТ “Запоріжжкокс”	Д	Г	Г
7	ВАТ “Ясинівський коксохімічний завод”	В2	В3	В1
8	ВАТ “Донецьккокс”	В1	В1	Б3
9	ВАТ “Авдіївський коксохімічний завод”	В2	Б2	Б1
10	ВАТ “Макіївський коксохімічний завод”	В3	В2	В2

Як видно з даної таблиці розроблений нами рейтинг компаній не перевищує рейтингу, присвоєного Україні міжнародними рейтинговими агентствами. У 2001 році агентство Standard & Poor's присвоїло Україні довгострокові суверенні кредитні рейтинги в місцевій і іноземній валюті на рівні “В”. Одночасно з цим Україні також були присвоєні короткострокові суверенні кредитні рейтинги в місцевій і іноземній валюті на рівні “В”. Прогноз по довгострокових рейтингах – “Стабільний”.

Як відмічається в матеріалах агентства, значний вплив на рейтинги України робить досягнутий у 2000-2001 р. значний прогрес у напрямку макроекономічної і фінансової стабільності. Однак, відзначає Standard & Poor's, стримуючий вплив на рейтинги України роблять серйозні проблеми в політичній сфері, реформування якої йде дуже повільно, недостатньо розвинута система державних інститутів і правова система, у тому числі слабкий контроль за дотриманням законів, структурна слабкість економіки. Всі вище наведені фактори також впливають на результати проведених досліджень, і відбивають низький рівень фінансових показників діяльності підприємств.

Таким чином, незважаючи на існуючі обмеження, кредитні рейтинги необхідні в умовах нерозвиненого фондового ринку України. Рейтинги є ефективним і загальнодоступним інструментом, що дозволяє відслідковувати поточний стан і перспективи розвитку підприємств.

Крім того, слід виділити деякі переваги, що забезпечуються рейтингом не тільки на фондовому ринку, а й в економіці країни в цілому:

- підвищення стандартів прозорості й обсягів надання інформації, поліпшення відносин з міжнародними банками, агентствами й інвестиційними колами в усім світі;
- доведення до відома інвесторів, що вкладають кошти в цінні папери компанії, результатів незалежної оцінки загальної фінансової стабільності компанії;

- сприяння розвитку торговельних відносин із закордонними організаціями і проведенню торговельних переговорів з постачальниками;
- спрощення переговорів з банками з метою зміни умов надання кредитних ліній;
- сприяння створенню сприятливої фінансової репутації в зв'язку зі злиттями, поглинаннями або реалізацією інших довгострокових проектів;
- сприяння проведенню переговорів з орендодавцями-власниками нерухомості й устаткування;
- усунення в ряді випадків необхідності надання акредитивів, гарантій або застав;
- засіб стратегічного планування, завдяки якому керівництво одержує еталон для оцінки фінансового становища компанії щодо рівних їй і конкуруючих з нею структур на міжнародному ринку, а також визначення істинної вартості компанії при операціях злиття чи поглинання.

Отже, удосконалення оцінки кредитних рейтингів в Україні та використання розрахунків за запропонованими методами дозволить перш за все:

- збільшити кількість, частоту та обсяги угод на вторинному ринку цінних паперів;
- вирішити проблему інформаційної непрозорості;
- зменшити ризики від інвестування в активи підприємств;
- зменшити цінову асиметрію на ринку (тобто наблизити фактичну вартість активів до реальної);
- спростити порівняння кредитних ризиків на ринку боргових цінних паперів;

- сформувати адекватну репутацію на ринку з метою зниження вартості запозичення.

### **2.3. Вдосконалення процесу обігу цінних паперів на вторинному фондовому ринку України за допомогою автоматизованих електронних систем**

Традиційні форми організації торгівлі на світовому фондовому ринку стають все менш привабливими для торговців. Тому, в останній час все більше операторів схиляються до того, що підвищити ефективність нашого вторинного ринку цінних паперів можуть автоматизовані електронні системи.

Перехід на мережні технології торгівлі різко підвищує ефективність роботи клієнтів на вторинному ринку цінних паперів. Це виявляється в тому, що по-перше, у звичайного брокерського обслуговування при рості числа клієнтів з'являється обмеження – пропускна здатність брокера.

По-друге, звичайне брокерське обслуговування найчастіше сполучене з частим запізнюванням інформації, що надходить клієнтові. У цьому змісті автоматизовані торгівельні системи значно підвищують ефективність і якість роботи клієнта, він бачить поточний ринок і може реагувати навіть на найменший його рух.

По-третє, автоматизована торгівельна система різко знижує наявність коштів, з якими можна працювати на фондовому ринку.

По-четверте, значний плюс автоматизованих систем полягає в тому, що вони залучають гроші населення в реальну економіку.

По-п'яте, відсутність географічного розташування торгівельного майданчика.

В таблиці 2.5 представлено наявність електронних торговельних систем на основних торгових майданчиках фондовими цінностями в Україні.

Таблиця 2.5

## Основні характеристики торговельних майданчиків України

Назва торговельного майданчика	Рік створення	Місце знаходження	Використовувана електронна торговельна система	Кількість учасників електронної торговельної системи
Фондові біржі				
УФБ	1991	м. Київ	відсутня	
УМВБ	1993	м. Київ	Біржова електронна система торгів (БЕСТ) -	4
УМФБ	2000	м. Київ	відсутня	
ДФБ	1996	м. Донецьк	відсутня	
ПФБ	1998	м. Дніпропетровськ	відсутня	
КМФБ	1995	м. Київ	Біржова електронна торгова система (БЕТС) – травень 2001 р.	69
КФБ	1999	Автономна Республіка Крим	відсутня	
Позабіржові торговельні системи				
ПФТС	1995	м. Київ	ДАТЕКС – березень 2002 р.	7
ПТІС	1996	м. Миколаїв	відсутня	

Дані таблиці 2.5 свідчать про те, що із 9 організаторів торгівлі в Україні, тільки 3 мають можливість залучати цінні папери до торгівлі в електронній системі. І майже всі вони знаходяться в одному регіоні, тому впровадження електронних торговельних майданчиків, зокрема альтернативних торговельних систем (АТС), для залучення різного роду інвесторів до торгівлі на вторинному ринку цінних паперів, є досить актуальним.

Як показує практика, слідом за США процеси інтеграції і створення електронних торговельних площадок пішли в Європі і Південно-Східній



Азії. На нові технології перейшли Гонконгська і Шанхайська біржі. В Англії діють уже десятки “он-лайн”-брокерів (в основному – філії американських компаній). У континентальній Європі найбільш активно “он-лайн”-сервіс розвивається у Франції, Німеччині, Швеції. Відбуваються процеси інтеграції європейської мережі бірж на основі уніфікації стандартів.

Доцільно вказати на те, що у майбутньому більшість угод буде здійснюватися за схемою T+1. До цього вже зараз технологічно готові практично усі ведучі американські і європейські торговельні площадки.

На жаль, українські компанії і регулюючі організації поки що не усвідомили наймогутніший потенціал нових технологій і концепцій, що вже привели до перегляду ряду моделей функціонування фондового ринку.

Незважаючи на очевидні переваги – дешевину, простоту, прозорість, швидке виконання і т.д., впровадження нових форм торгівлі зажадає перебороти консерватизм великих професійних учасників ринку.

Крім того, йде постійна боротьба між старими постачальниками фінансових послуг (які втрачають свій бізнес) і новими ідеями з метою заборонити прямий доступ на ринки.

На нашу думку, існуючі на сьогодні проблеми у торгівлі на вторинному ринку цінних паперів носять настільки гострий характер, що вирішити їх можна тільки створенням нової технологічної інфраструктури, яка повинна принаймні, сповільнити відхід торговельної активності за кордон, дати можливість сотням тисяч користувачів Інтернет, що належать до середнього класу, працювати на українському фондовому ринку, послабити вихід грошей у спекуляцію валютою й іноземними фондовими цінностями, дати можливість роздрібному інвесторові користуватися послугами прозорих, публічних і визнаних торговельних систем. Крім того, нерезидентам вона дасть можливість вкладати кошти через українських брокерів у вітчизняні цінні папери.

Сформована і запропонована технологічна інфраструктура повинна в себе включати:

1. Системи інтернет-брокерського обслуговування (автоматична передача наказів на біржу у формі “систем прямого доступу” і он-лайнове, без затримки, розкриття поточних котирувань і стану книги лімітних ордерів) в ув'язуванні із системами інтернет-банківського обслуговування роздрібних клієнтів, веденням їхніх грошових рахунків і портфелів цінних паперів у режимі реального часу.

2. Роздрібну мережу продажу продуктів електронної фінансової комерції (фондові центри, центри інвестування і інтернет-трейдингу, інвестиційні клуби, які ще повинні одержати юридичний статус в Україні).

Велику перспективу мають роздрібні інтернет-торговельні системи, у яких населення здійснює операцію прямо один з одним. Прикладом цього є система RM-System у Чехії (позабіржовий організатор торгівлі, створений на початку 90-х років і діючий у національному масштабі на основі обчислювальної мережі, що охоплює найбільші міста). Будь-яка фізична особа може відкрити рахунок у RM-System і здійснювати операції, торгуючи прямо з іншими роздрібними інвесторами в режимі “он-лайн”, через філії RM-System у чеських банках.

3. Електронні комунікаційні мережі в якості комп'ютерних систем, що здійснюють автоматичне введення, централізацію, порівняння і метчинг ордерів на купівлю і продаж цінних паперів, автоматичне переадресування ордерів в інші торговельні системи в тому випадку, якщо вони можуть бути виконані на місці, автоматичні розрахунки по цінних паперах і розкриття інформації стосовно укладених угод (або виконують частину зазначених операцій).

В Україні необхідне створення спеціалізованих торговельних систем, засновниками яких стануть фондові біржі України (останні в цьому випадку повинні стати основою торговельних систем, які об'єднані загальною торговельною платформою). Наприклад, прибіржові торговельні системи, у

яких торгують інституціональні інвестори, минаючи брокерів (Інстінет), або роздрібні торговельні системи, у яких склад цінних паперів і інтернет-брокерів такий, що спеціально орієнтовані на роздрібних інвесторів (Marketxt, Redibook).

#### 4. Альтернативні торговельні системи.

Зарубіжний досвід організації торгівлі цінними паперами за допомогою нових технологій свідчить про високу ступінь та ефективність торгівлі. Як уже відмічалось раніше, останній критерій, містить у собі декілька характеристик: мінімізацію витрат на укладання угод з купівлі-продажу цінних паперів; зменшення часу на здійснення торгових операцій; спрощення основних процедур з організації торгівлі, за одночасним збереженням високого рівня надійності.

Всім цим зазначеним вимогам відповідають альтернативні торговельні системи (АТС), які є останньою ланкою у створенні нової технологічної інфраструктури на вторинному ринку цінних паперів. АТС – це форма організації торгівлі цінними паперами, регулювання діяльності якої набуває більш ліберальних ознак ніж традиційних фондових бірж та яка функціонує за допомогою автоматизованих систем, що використовуються для зближення покупців та продавців за правилами встановленими системним оператором.

Слід зазначити, що традиційні автоматизовані торговельні системи у структурі учасників та організаторів фондового ринку, можуть бути альтернативними організаторами ринку, займаючи місце біржі (рис. 2.9).

У законодавчих актах, що регулюють діяльність фондових ринків зарубіжних країн, чітко визначені основні відмінності АТС від традиційних фондових бірж. Так, в Канаді, організатор фондового ринку не може називатися АТС якщо він:

- проводить лістинг цінних паперів;
- встановлює показники мінімального обсягу пропозиції з метою стимулювання ліквідності, вдаючись до послуг посередників,

зокрема маркет-мейкерів (юридична особа, яка підписує відповідний договір з фондовою біржею та зобов'язується підтримувати ліквідність цінних паперів окремих емітентів);

- вдається до заходів з регулювання торгівлі, зменшуючи ступінь лібералізації ринку;
- встановлює штрафні санкції до учасників ринку.

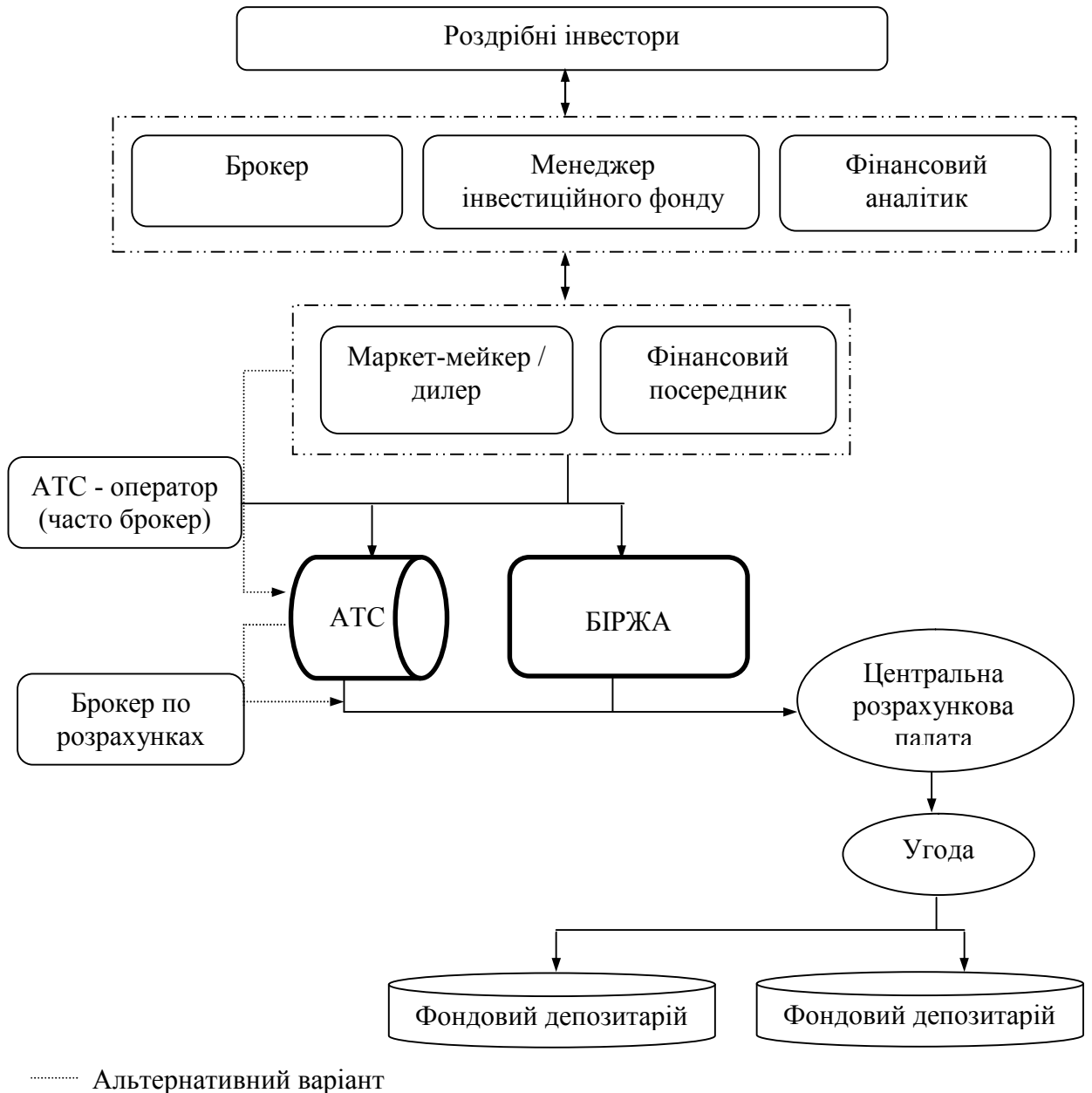


Рис. 2.9. Місце АТС на вторинному фондовому ринку

За багаторічну історію розвитку АТС вже сформована відповідно їх класифікація. Основні види АТС та їх кількість наведені в таблиці 2.6.

Таблиця 2.6

Класифікація АТС в залежності від типу організації торгового процесу

Види АТС	Кількість АТС за роками				
	1997	1998	1999	2000	2001
Аукціонні	1	3	10	14	14
Зустрічні (із зустрічною угодою)	2	6	8	22	21
Інтердилерські (із анонімністю клієнтів)	1	0	5	11	16
Багатодилерські (із накопиченням заявок)	0	4	3	8	11
Однодилерські (співпраця клієнта з одним брокером)	7	12	13	18	17
Інші	0	2	1	0	0
Разом	11	27	40	73	79

Світова практика виділяє наступні види автоматизованих торговельних систем: аукціонні, зустрічні та системи дилерів, до яких входять інтердилерські, багатодилерські та однодилерські системи.

За даними таблиці 2.6 видно, що з кожним роком кількість майже всіх видів АТС збільшується. Суттєве збільшення відбулося за рахунок зустрічних систем.

Відповідно до класифікації АТС запропонованою Європейською організацією з регулювання діяльності автоматичних торгових систем, на базі даних систем було сформовано моделі відповідно до двох основних категорій (методів):

- 1) метод встановлення ціни;
- 2) метод формування ціни.

Згідно до зазначених категорій доцільно запропонувати впровадити на національному вторинному ринку наступні моделі функціонування АТС. Одну із найбільш поширених моделей – модель субординації заявок представлено на рис. 2.10.

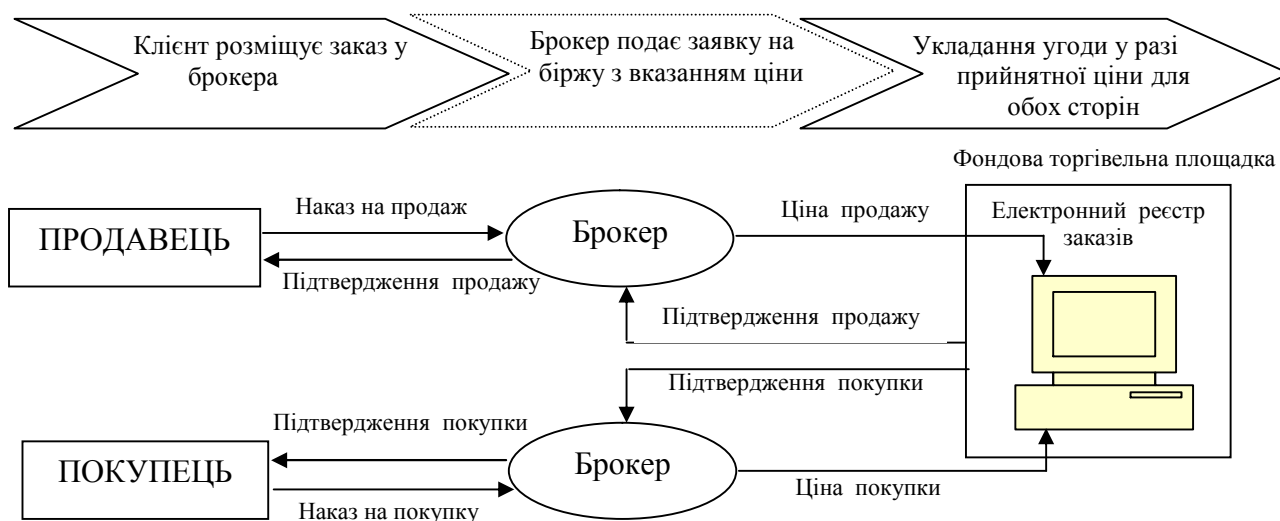
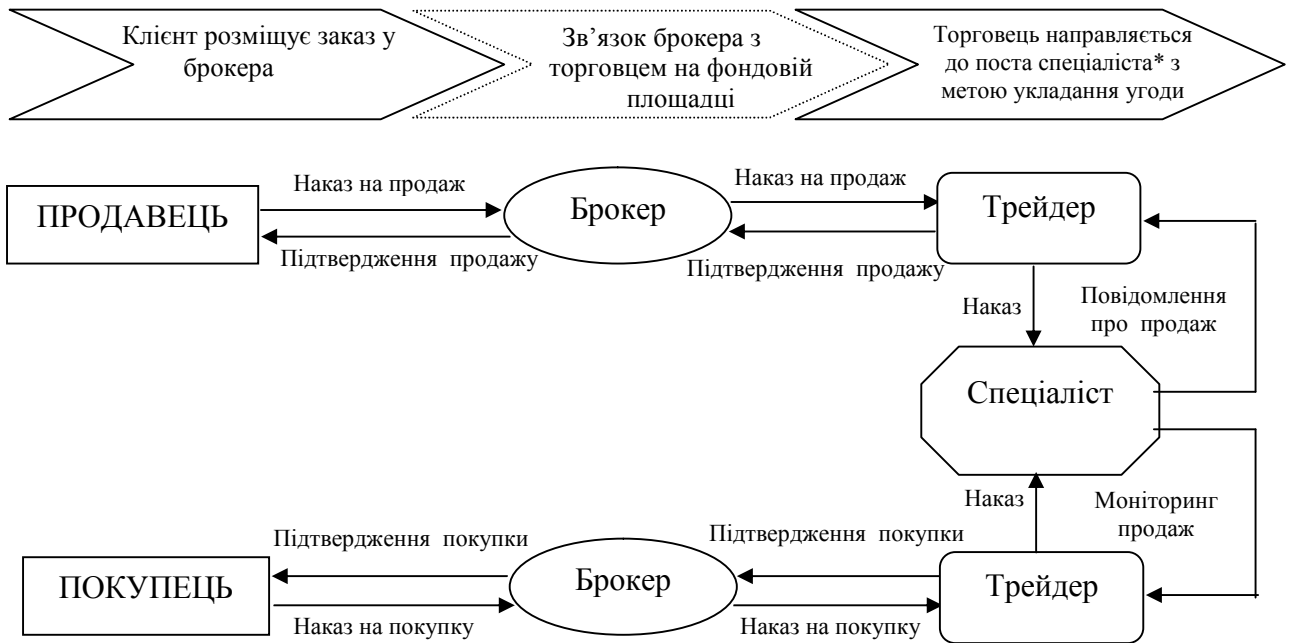


Рис. 2.10. Модель субординації заявок

Згідно до даної моделі усі подані до системи заявки автоматично субординуються за часом їх подання та привабливістю ціни для обох сторін угоди. Система автоматично повідомляє учасників про здійснення угод та відкриває можливість для анонімного спілкування між покупцем та продавцем з метою визначення кінцевої ціни. Зміст угоди, що укладається та її результат, зокрема ціна та обсяг, можуть як повідомлятися широкому загалу учасників так і залишатися анонімними

На відміну від попередньої, модель фіксованої заявки (рис. 2.11), не дає змоги користувачу системи вносити поточні зміни до заявки поданої ним брокеру.

Клієнт повинен сформувати заявку вказавши кінцеву ціну та обсяг попиту і пропозиції цінних паперів. Заявка адресується брокеру, який розміщує її у системі. У подальшому, угода укладається лише за ціною, що вказана у заявці. При цьому у клієнта залишається можливість занести заявку до списку брокера та надати йому наказ очікувати більш привабливої ціни. У випадку відсутності такого наказу, брокер виконає заявку за ціною, що зафіксована в ній.



\* - організатор торгівлі, який працює на торговій площадці, маючи там окреме місце та головним завданням якого є забезпечення торгівлі цінними паперами окремого емітента (як правило лише одного)

Рис. 2.11. Модель фіксованої заявки

Найбільш досконалою з точки зору забезпечення ефективного механізму торгівлі, є модель маркет-мейкера (рис. 2.12).

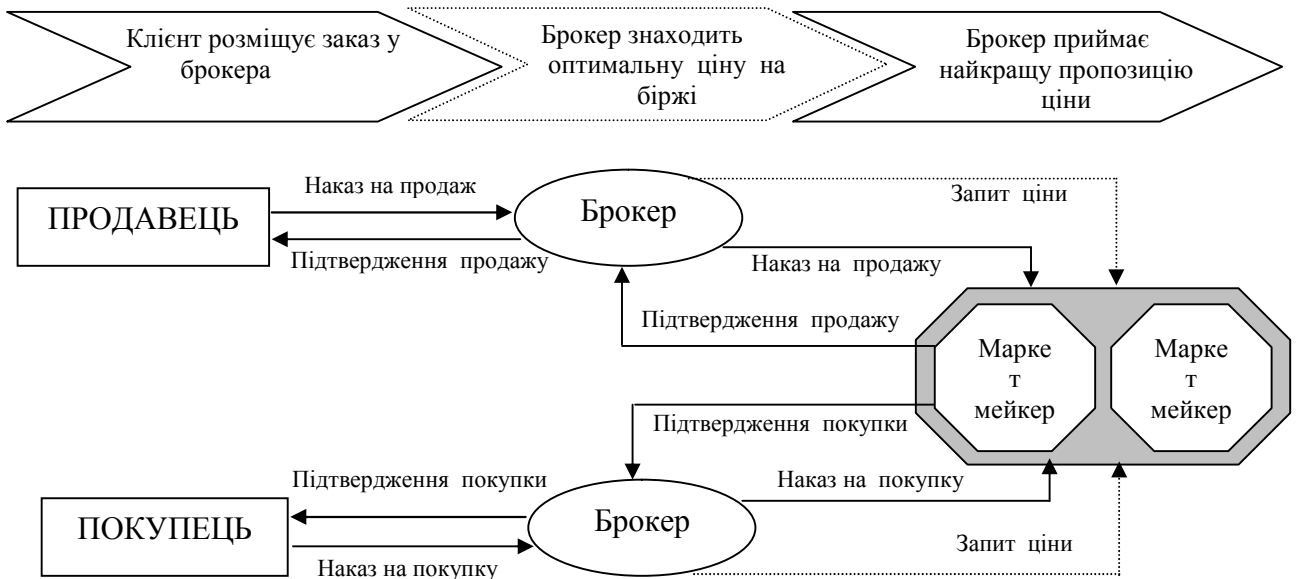


Рис. 2.12. Модель маркет-мейкера

Досконалість цієї моделі пояснюється включенням до механізму торгівлі найбільш ефективних її організаторів – маркет-мейкерів.

Згідно до моделі маркет-мейкера заявки адресуються організаторам ринку, завдання яких полягає в їх опрацюванні з метою визначення оптимальних характеристик для обох сторін майбутньої угоди. Після підбору заявок маркет-мейкери повідомляють брокера про можливість укладання угоди, який в свою чергу повідомляє про це клієнта. У разі підтвердження заявки з боку клієнта, укладається угода. Перевагою цієї моделі є максимальне задоволення вимог клієнта щодо ціни. Але при цьому суттєво зростають строки укладання угоди.

З огляду на вищезазначену характеристику моделей та особливостей розвитку національного вторинного ринку цінних паперів, найбільш оптимальною слід вважати модель фіксованої заявки.

Аргументи на користь зазначеної моделі є наступними:

- використання моделі не вимагає від фондового ринку високого ступеня організації, основною рисою якого є присутність на ринку маркет-мейкерів;
- до клієнтів не пред'являються системою жорсткі вимоги щодо рівня знань у галузі фінансового ринку.

На жаль, присутність на ринку маркет-мейкерів викликана здебільшого як результат еволюційного розвитку фондового ринку, а не з причини регулятивних заходів з боку державних органів управління фондового ринку, тобто поява маркет-мейкерів вимагає часу. А вторинний ринок цінних паперів на даний момент знаходиться на етапі становлення, чим і обумовлюється відсутність зазначених його організаторів.

Більш того, вибір моделі фіксованої заявки лежить у площині приватизаційних процесів, які відбуваються в Україні і зараз. Процес масової приватизації супроводжувався переходом права власності від держави до великої кількості приватних інвесторів, які на жаль, не мають



відповідного рівня знань та підготовки щодо реалізації своїх прав, як власників. В результаті, 48% державної власності вже знаходиться в руках населення, яке здебільшого є дрібним власником. Так, на початку 2002 року кожен з акціонерів даної групи володів капіталом на суму 220 грн. Володіння такою незначною часткою капіталу та високі транзакційні витрати на купівлю-продаж цінних паперів, включаючи комісійні брокеру та депонування акцій на рахунку (в Україні – відповідно 50 і 100 дол. США) й обумовлюють вибір такої моделі, яка б забезпечувала б власникам зрозумілий та прозорий механізм торгівлі з мінімальними витратами коштів.

Ще одним фактором який впливає на перспективність застосування АТС в Україні є кількість емітентів цінних паперів. Але на жаль акції лише близько 6% акціонерних товариств знаходяться в обігу на вторинному фондовому ринку. Більш того, навіть така незначна частка цінних паперів розпорошена на декількох біржах, організація роботи яких не відповідає міжнародним стандартам. За такої ситуації, цінні папери більшості емітентів, втрачають таку особливість, як ліквідність. Саме цим і пояснюється низький попит на дані цінні папери.

Таким чином, головна задача яка повинна стояти перед організаторами фондового ринку України, полягає в об'єднанні професійного потенціалу його учасників з метою підвищення ліквідності вторинного ринку цінних паперів. Інструментом для вирішення поставленої задачі має бути створення АТС, організація роботи якої має ґрунтуватися на чітко окреслених та прозорих принципах:

- доступність та простота у користуванні можливостями АТС навіть найменш обізнаними інвесторами;
- об'єднання можливостей окремих фондових бірж України, зокрема надання можливості найбільш ефективним учасникам приймати участь у торгівлі одночасно на декількох біржах;
- зменшення часу для здійснення операцій купівлі-продажу;

- збільшення обсягів операцій;
- зменшення вартості транзакційних витрат для клієнтів.

Зважаючи на перераховані переваги, існує група визначених проблем, які повинні вирішити ДКЦПФР і саморегулювні організації.

Перша проблема – кваліфікація електронних мереж комунікацій і альтернативних торговельних систем, створення для них особливого регулятивного режиму, комерціалізація організаторів торгівлі.

Друга проблема – протистояння неліцензованим організаторам торгівлі.

Третя проблема – не можна перевантажувати регулятивними і фінансовими вимогами АТС, що в українських умовах будуть спочатку дуже невеликими торговельними системами.

Четверта проблема – вирішення проблем конфлікту інтересів, фрагментарності ринків, розкриття на них інформації, більшої волатильності, що може скластися з приходом роздрібних інвесторів, раутинга наказів з АТС на ринки, що забезпечують кращі цінові умови, попередження маніпулювання, якому ще в більшому ступені будуть піддані АТС.

Отже, підсумовуючи все вищевикладене щодо електронної торгівлі на вторинному ринку цінних паперів України, можна зробити висновки та визначити вплив електронних торговельних систем на ефективність даного ринку.

По-перше, з одного боку, із введенням он-лайнової торгівлі торговельні платформи починають створюватися високими темпами, розширюється перелік наданих у режимі реального часу послуг і тим самим стимулюється спеціалізація площадок на тих або інших видах сервісу. З іншого боку, електронні системи легко поєднуються у величезні мережні структури, здатні забезпечити такий рівень глобалізації ринку, що був зовсім немислимий у доцифрову епоху.

По-друге, електронна торгівля кардинально розширює доступ інвесторів до ринку цінних паперів: знімаються багато фізичних, вартісних, географічних і тимчасових обмежень. Одночасно з'являються інші форми обмежень; при здійсненні угод між контрагентами, що підпадають під різну юрисдикцію, підвищується значення факторів, пов'язаних з особливостями національного законодавства і регулювання. Виникають і так названі телекомунікаційні асиметрії: використання закритих або відкритих електронних каналів зв'язку розділяє інвесторів на різні групи.

Найважливішим наслідком змін, що відбуваються, є трансформація ролі фінансових посередників. З поширенням торгівлі на базі електронних “книг наказів” багато сегментів фондового ринку починають обходитися без дилерів і маркет-мейкерів, тобто покупці і продавці одержують можливість знайти один одного прямо, причому досить швидко.

Дилерська діяльність зберігає своє значення при проведенні транзакцій з великими пакетами (розвиток електронної торгівлі веде до швидкого росту вартості крупного пакета, зокрема, у США зараз цей поріг складає 1 млрд. дол.), а також з низьколіквідними цінними паперами і складними похідними інструментами.

Банки-дилери змушені переорієнтуватися на надання клієнтам інших послуг – надання індивідуальних аналітичних звітів і консультацій, структурування угод, управління ризиками, зв'язаними з торгівлею цінними паперами. Спад, що зараз відбувається, на фондових ринках лише підсилив попит на фінансові консультації з боку найбільш заможних індивідуальних інвесторів.

По-третє, електронні системи мають величезний потенціал для досягнення більш високого ступеня інформаційної прозорості в порівнянні з традиційними площадками, оскільки в он-лайнній торгівлі цілком автоматизований процес обробки первинних даних. Варто враховувати, що навіть максимальна прозорість процесу купівлі-продажу не здатна

підвищити якість вихідної інформації про діяльність компаній – емітентів цінних паперів (як відомо, через перекручування звітності, банкрутство корпорацій Enron і WorldCom виявилось для багатьох учасників ринку несподіваним).

По-четверте, розвиток нового способу здійснення угод з цінними паперами привело до зниження витрат, як явних, так і неявних. До перших відносяться накладні витрати, платежі за забезпечення доступу до площадок, комісійна винагорода, податки, витрати на здійснення розрахунково-клірингових процедур, а до інших – спреди між цінами продажів і покупок, а також витрати, обумовлені впливом здійснених трансакцій на рівень сформованих на ринку котирувань.

По-п'яте, у системах електронної торгівлі ціни угод формуються винятково в результаті застосування визначеного алгоритму виконання наказів і ніяк не піддані впливові суб'єктивних факторів, що грають помітну роль у ціноутворенні на традиційних площадках.

Одночасно набирають силу тенденції, що сприяють звуженню ринкового ціноутворюючого поля. До них відносяться відзначена вище інтерналізація угод, а також активний розвиток електронних кросингових систем, призначених для проведення операцій між великими інституціональними інвесторами. В обох випадках фінансові посередники виводять на ринок тільки “залишок”, тобто ті накази, що не зуміли знайти свою пару, а при необхідності встановлення цін орієнтуються на котирування ведучих торговельних площадок.

І, по-шосте, з ростом ліквідності збільшується глибина ринку, тобто його здатність здійснювати трансакції без помітного впливу на ціни. Прискорення виводу наказів на ринок, зниження трансакційних витрат, розширення доступу до інформації і централізація ринків – усі ці тенденції, що спостерігаються в процесі розвитку он-лайнової торгівлі цінними

паперами, ведуть до активізації торговельної діяльності і до залучення нових інвесторів, а тим самим до підвищення ліквідності фондових ринків.

Нові технології дозволяють впроваджувати раніше недоступні способи пошуку самих різних джерел ліквідності. Наприклад, електронні торговельні площадки можуть підключатися до систем управління наказами, що діють у рамках великих фінансових інститутів, для перегляду електронних книг, що готуються до виконання операцій, і виявлення потенційних пар для виведених на ринок наказів. У свою чергу, банківські трейдери користуються інтелектуальними пошуковими програмами, що автоматично проглядають торговельні платформи і зводять воедино розкидану по різних системах ліквідність.

Далі організатори систем е-трейдинга починають направляти зусилля на стимулювання стандартизації цінних паперів, наприклад, шляхом обмеження числа випусків, якими торгують, або встановленням мінімальних обсягів, що допускаються до торгівлі, що також веде до концентрації ліквідності.

Ще один засіб підвищення ліквідності на ринках облігацій, недоступне традиційним площадкам – автоматичне формування портфелів, що складаються з ряду невеликих пакетів низьколіквідних цінних паперів і ті, що володіють заздалегідь визначеними чіткими характеристиками. Такими портфелями торгувати набагато легше, ніж окремими траншами, і інтерес інвесторів до них зараз помітно зростає.

Нарешті, на електронних платформах можна досить ефективно використовувати старий метод – аукціони для проведення операцій з малоліквідними фінансовими інструментами. Такі аукціони проводяться 1-3 рази в день і дозволяють концентрувати у визначених тимчасових проміжках ту ліквідність, що інакше була б розкидана протягом повного торговельного дня.

Таким чином, український фондовий ринок із своєю складовою, вторинним ринком, стоїть перед необхідністю масштабних змін його технологічної інфраструктури. Вони будуть викликані не спробою наздогнати розвинуті ринки, а скоріше тими пов'язані із вирішенням питання недостатньої кількості вторинних торгів цінними паперами, наростаючим попитом іноземних брокерів вивезти капітал, зверненням до середнього класу, активних користувачів Інтернету усередині країни.

## Висновки до розділу 2

В період становлення вторинного ринку цінних паперів особливого значення набуває розробка механізмів швидкої та недорогої передачі права власності на цінні папери. Укладання угоди щодо цінних паперів на вторинному ринку для сторін угоди має бути обумовлено економічною доцільністю, стратегічними інтересами інвестора тощо.

Вдосконалення механізму реалізації прав власності на цінні папери, має ґрунтуватися на використанні бездокументарної форми випуску цінних паперів, що зменшить транзакційні витрати та збільшить кількість угод сприяючи покращанню ліквідності вторинного ринку цінних паперів. Закріплення досягнутих успіхів має базуватися на вдосконаленні інфраструктури фондового ринку, особливо у частині оптимізації функціональних обов'язків ринку. При цьому ключовим фактором успіху є визначення особливого статусу депозитарної системи при здійсненні угод купівлі-продажу цінних паперів. Основними характеристиками депозитарної системи за бездокументарної форми випуску цінних паперів має бути: створення єдиного Національного депозитарію із збільшенням повноважень щодо ведення реєстру власників цінних паперів; ведення рахунків та здійснення зберігання цінних паперів; проведення операцій клірингу та розрахунків по угодам щодо цінних паперів. Здійснення всіх

вище перерахованих видів діяльності депозитарію, повинно значно знизити вартість послуг щодо укладання угод та прискорити процедуру переходу права власності на цінні папери.

Однією з причин нерозвиненості вторинного ринку цінних паперів, є відсутність комплексної, достовірної інформації про емітентів і про стан ринку в цілому. Така інформація є головним джерелом даних для потенційних інвесторів, кредиторів і партнерів, що керуються у своїй діяльності, як результатами фінансового аналізу підприємства, так і його рейтинговою оцінкою.

Одержання кредитного рейтингу для української компанії є процедурою досить трудомісткою і дорогою, воно доцільно тільки у випадку виходу на закордонні ринки запозичень або при розробці великих міжнародних проектів. Виходом з такої ситуації може послужити внутрішній кредитний рейтинг, що може бути менш дорогою послугою і дозволить оцінити рівень кредитоспроможності компанії і донести інформацію про неї як до внутрішніх, так і до зовнішніх інвесторів. Крім того, одержання емітентом кредитного рейтингу сприяє підвищенню його фінансової гнучкості, полегшуючи звертання до джерел коштів за межами традиційної банківської сфери. Рейтинги сприяють досягненню оптимальної вартості капіталу, оскільки дозволяють емітентові звернутися до ліквідного джерела коштів. Результатом цього стає зниження середньої вартості фінансування.

Для повноцінного застосування рейтингової системи потрібен розвиток інституту національних рейтингових агентств та вдосконалення оцінки визначення кредитного рейтингу.

Вдосконалення оцінки кредитних рейтингів в Україні та використання розрахунків за запропонованими методами дозволить перш за все:

- збільшити кількість, частоту та обсяги угод на вторинному ринку цінних паперів;

- вирішити проблему інформаційної непрозорості;
- зменшити ризики від інвестування в активи підприємств;
- зменшити цінову асиметрію на ринку (тобто наблизити фактичну вартість активів до реальної);
- спростити порівняння кредитних ризиків на ринку боргових цінних паперів;
- сформуванню адекватну репутацію на ринку з метою зниження вартості запозичення.

Традиційні форми організації торгівлі на світовому фондовому ринку стають все менш привабливими для торговців. Тому, в останній час все більше операторів схиляються до того, що підвищити ефективність нашого вторинного ринку цінних паперів можуть автоматизовані електронні системи.

Проблеми торгівлі на вторинному ринку цінних паперів можна вирішити шляхом створення нової технологічної інфраструктури, яка повинна сповільнити відхід торговельної активності за кордон, дати можливості сотням тисяч користувачів Інтернет, що належать до середнього класу, працювати на українському фондовому ринку, послабити вихід грошей у спекуляцію валютою та іноземними фондовими цінностями, дати можливість роздрібному інвесторові користуватися послугами прозорих, публічних і визнаних торговельних систем. Крім того, нерезидентам вона дасть можливість вкладати кошти через українських брокерів у вітчизняні цінні папери.

Дана технологічна інфраструктура повинна в себе включати:

1. Системи інтернет-брокерського обслуговування в ув'язуванні із системами інтернет-банківського обслуговування роздрібних клієнтів, веденням їхніх грошових рахунків і портфелів цінних паперів у режимі реального часу.



2. Роздрібну мережу продажу продуктів електронної фінансової комерції.

3. Електронні комунікаційні мережі в якості комп'ютерних систем, що здійснюють автоматичне введення, централізацію, порівняння і мэтчинг ордерів на купівлю і продаж цінних паперів, автоматичне переадресування ордерів в інші торговельні системи і т.п.

4. Альтернативні торговельні системи.

Трансформація організаційних процедур торгівлі цінними паперами на вторинному ринку у напрямку використання електронних торговельних систем, супроводжується вдосконаленням роботи ринку в цілому, а саме:

- електронна торгівля кардинально розширює доступ інвесторів до ринку цінних паперів: знімаються багато фізичних, вартісних, географічних і тимчасових обмежень;
- електронні системи мають величезний потенціал для досягнення більш високого ступеня інформаційної прозорості в порівнянні з традиційними площадками;
- розвиток нового способу здійснення угод з цінними паперами привело до зниження витрат, як явних, так і неявних;
- у системах електронної торгівлі ціни угод формуються винятково в результаті застосування визначеного алгоритму виконання наказів і ніяк не піддані впливові суб'єктивних факторів, що грають помітну роль у ціноутворенні на традиційних площадках;
- з ростом ліквідності збільшується глибина ринку, тобто його здатність здійснювати транзакції без помітного впливу на ціни.

Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться в даному розділі знайшли своє відображення в наступних публікаціях:

- Рекуненко І.І. Злиття та аквізиції як елемент менеджменту ринкової вартості корпорації // Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – № 2. – С. 41-43;

- Рекуненко І.І. Покращення ефективності діяльності банківської системи на основі злиття та поглинань // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць Т. 4. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД: Ініціатива, 2000. – С. 233-237;
- Рекуненко І.І. Вторинний ринок акцій і питання обліку прав власності на них в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. – № 2. – С. 20-22;
- Рекуненко І.І. “Road show” як перспективний напрямок розвитку ринку цінних паперів в Україні // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць Т. 8. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД: Ініціатива, 2003. – С. 178-184;
- Рекуненко І.І. Вплив альтернативних торгівельних систем на розвиток вторинного ринку цінних паперів в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2003. – № 1. – С. 39-43.

## **РОЗДІЛ 3**

### **РОЗВИТОК ВТОРИННОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ НА ОСНОВІ ВПРОВАДЖЕННЯ МАРЖИНАЛЬНОЇ ТОРГІВЛІ**

#### **3.1. Удосконалення законодавчої бази щодо організації вторинного ринку цінних паперів в Україні**

Сьогодні фондовий ринок, з його складовою – вторинним ринком, активно розвивається і стає реальним джерелом залучення інвестицій, але його потенціал використовується неповною мірою. Повільні темпи формування інфраструктури ринку, правова неврегульованість діяльності учасників ринку, недовіра населення до фінансових посередників, а також велика кількість порушень прав інвесторів та акціонерів з боку емітентів гальмують використання всіх можливостей ефективного розвитку вторинного ринку цінних паперів. Тому пріоритетними напрямками державної політики є створення сучасної і досконалої законодавчої бази та правового середовища, здатного привернути увагу інвесторів та ефективно спрямовувати їхні капіталовкладення у вітчизняні цінні папери.

Регулювання вторинного ринку цінних паперів базується на чинних законодавчих актах та нормативно-правових документах ДКЦПФР. Проте, як доводить практика, існуюча нормативно-законодавча база не завжди відповідає вимогам ринку.

Як уже відмічалось, виправленню ситуації мають сприяти прийняті нові та належним чином доопрацьовані дійсні законодавчі акти. Необхідно відмітити, що на даний момент часу на розгляді у Верховній Раді знаходиться більше десятка законопроектів, які стосуються питань корпоративного управління та фондового ринку. Ці документи присвячені

врегулюванню проблем, без вирішення яких неможливо розраховувати на приплив інвестицій та розвиток вторинного ринку цінних паперів.

Питання розвитку вторинного фондового ринку не вирішити виключно адміністративними методами, проте і без них також не можна обійтися. Доцільно, проблему розглядати з точки зору інвесторів, інститутів інфраструктури фондового ринку, оподаткування операцій на ньому та основних інструментів і все це сконцентрувати на вторинному ринку цінних паперів.

Проведені дослідження розвитку фондового ринку України, доводять, що юридичні особи згодні інвестувати кошти у підприємства з метою отримання контролю. Проте, якщо законодавчо закріплений розмір контрольного пакета сягатиме 50% статутного фонду плюс один голос, не можна розраховувати на розвиток вторинного ринку. Котирування акцій підприємств будуть підтримуватися лише за умови зниження цієї межі. Про це свідчать багато прикладів зниження ліквідності акцій емітентів, великі пакети яких виставлялися на продаж стратегічним інвесторам у ході приватизації. Тому, треба на законодавчому рівні зменшити розмір контрольного пакета. Це є тим кроком, який дасть можливість портфельним інвесторам нормально працювати і, як наслідок, стимулювати розвиток вторинного ринку.

Важливим фактором, який досить істотно впливає на розвиток вітчизняного вторинного ринку цінних паперів, є система оподаткування. Податкова система сьогодні гальмує розвиток даного ринку в Україні. Переважна кількість угод із цінними паперами здійснюється поза межами організованих розрахунково-клірингових систем, а коли учасниками угод є нерезиденти, то всі процедури здійснюються в офшорних зонах за межами України. Тому забезпечення подальшого розвитку вторинного фондового ринку неможливе без удосконалення податкового законодавства.

На початку 2003 року в Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств” було внесено зміни, які, зокрема стосуються порядку оподаткування дивідендів. На відміну від попередньої редакції, останній варіант цього закону вимагає від емітентів одночасно з виплатою дивідендів сплати авансом податку на прибуток у розмірі 30% від суми дивідендів. Іншими словами, фактично одночасно з виплатою дивідендів потрібно сплачувати податок із того прибутку, який ще підприємством не отриманий.

Таким чином, принцип оподаткування дивідендів, який міститься в новій редакції закону, можна зрозуміти як той, що коли підприємства бажають сплатити дивіденди, то вони повинні сплатити і податок на прибуток, який можливо, отримають в майбутньому. При цьому сплачувати зазначений авансовий внесок за ставкою 30% товариство повинно незалежно від того, чи є воно платником податку на прибуток або чи має пільги і сплати такого податку. Крім того, згідно з новою редакцією зазначеного закону, не має значення, сплачуються дивіденди на користь резидента або нерезидента.

Отже, якщо раніше, здійснюючи платіж на користь нерезидента, акціонерне товариство в загальному випадку сплачувало лише податок на репатріацію в розмірі 15% (або навіть за меншою ставкою, якщо це було передбачено міжнародними угодами), то тепер, сплачуючи дивіденди на користь нерезидента, підприємство повинно і перераховувати до бюджету податок у розмірі 15%, і сплачувати 30% авансового податку на прибуток. Таким чином, якщо до внесення вищезазначених змін окремим підприємствам було вигідно сплачувати дивіденди, наприклад на користь компаній, що знаходяться в офшорних зонах, то тепер виплата дивідендів стала для них дорогим заходом.

Крім того, дивіденди, які виплачуються за привілейованими акціями на користь фізичних осіб (у тому числі нерезидентів), оподатковуються так само, як заробітна плата. Звичайно, зазначені зміни змусили окремі

акціонерні товариства та їх учасників вирішувати питання щодо розподілу заробленого прибутку без виплати дивідендів.

Тому, для того щоб зробити акції українських підприємств більш привабливими, слід вносити в законодавство зміни, спрямовані на усунення несприятливого оподаткування дивідендів. З метою вдосконалення вітчизняного законодавства з питань оподаткування дивідендів варто дослідити зарубіжні нормативні документи, які регулюють вищезазначені питання.

В країнах Європи ставка податку, який утримується із суми дивідендів, не перевищує 15%. При цьому жодних авансових платежів із податку на майбутній прибуток закони більшості цивілізованих країн сплачувати не вимагають. І окремий податок із дивідендів сплачується, як правило, лише в тих випадках, коли дивіденди виплачуються на користь нерезидентів або фізичних осіб. Даний податок утримується із суми дивідендів, що сплачуються. У разі ж виплати дивідендів на користь юридичних осіб-резидентів дивіденди, як правило, і джерела виплати не оподатковуються.

Таким чином, прибуток підприємства, яке сплачує дивіденди, оподатковується лише один раз. А в одержувачів сума дивідендів, як правило, включається до сукупного оподаткованого доходу.

Подібну практику доцільно було б запровадити і в Україні. Адже вдосконалення податкового законодавства з питань виплати дивідендів та оподаткування прибутку неодмінно приведе до активізації сплати дивідендів акціонерними товариствами та розвитку вторинного ринку цінних паперів, що в свою чергу зробило б акції значної кількості українських емітентів більш привабливими для приватного портфельного інвестора.

Крім того, внести зміни в податкове законодавство потрібно також з метою активізації біржової торгівлі в Україні. Як відомо, Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку неодноразово намагалася примусити торговців цінними паперами укладати угоди з цінними паперами лише на

організованому ринку. Зокрема, своїм рішенням від 31.07.98 р. № 100-1 Комісія зобов'язала торговців укладати угоди з цінними паперами інвестиційно-привабливих підприємств лише через організаторів торгівлі. У подальшому рішенням ДКЦПФР від 30.12.98 р. № 215 були встановлені критерії інвестиційно-привабливих підприємств, угоди з цінними паперами яких повинні були укладатися лише на організованому ринку цінних паперів. Це рішення було скасовано і сьогодні в більшості випадків учасники фондового ринку укладають угоди з цінними паперами на позабіржовому неорганізованому ринку.

У той самий час в окремих країнах з ринком цінних паперів, що розвивається, проблема стимулювання учасників фондового ринку до торгівлі на біржі вирішується іншим шляхом. Наприклад, доход компанії, одержаний у результаті торгових операцій з цінними паперами на фондовій біржі, в ряді випадків не підлягає оподаткуванню (у той час як доход, одержаний підприємством від торгових операцій на позабіржовому ринку, оподатковується на загальних підставах).

Якби подібні норми містило українське законодавство, кількість угод, які укладаються на біржах України, напевно, була б значно більшою.

Бажано, щоб вищезазначені проблеми оподаткування доходів від операцій з цінними паперами було вирішено якомога скоріше. Адже їх розв'язання сприятиме активізації торгівлі акціями українських емітентів.

На даний момент часу, як свідчить практика, більшість угод з цінними паперами в Україні укладається на нерегульованому ринку (тобто не на біржах і позабіржових торговельних системах). У той самий час у законодавчих актах багатьох країн містяться вимоги щодо укладання угод із цінними паперами, допущеними до публічного обігу, лише на регульованому організованому ринку. Так, у польському законодавстві визначено, що вторинний обіг цінних паперів, допущених до публічного

обігу, здійснюється лише на регульованому ринку, за винятком випадків переказу цінних паперів:

- між фізичними особами;
- між домінуючим і залежним підприємствами;
- у разі відчуження цінних паперів у складі активів підприємства, що реалізуються як цілісний майновий комплекс;
- у зв'язку з визнанням суб'єкта господарювання неплатоспроможним або при виконавчому провадженні;
- у процесі успадкування і т.д.

У законодавстві України було б доцільним також підсилити роль регульованого вторинного ринку цінних паперів, що підвищило б довіру до вітчизняного ринку взагалі і до цінних паперів окремих емітентів з боку іноземних інвесторів зокрема, а також зробило б наш вторинний фондовий ринок більш прозорим.

Питання, на яке також варто звернути увагу при вдосконаленні вітчизняної нормативної бази, пов'язано з виписками з реєстру. На сьогодні, при укладанні цивільно-правових угод з іменними цінними паперами продавець часто не може пред'явити ніякого іншого документа, який би свідчив про правомірність володіння цінними паперами, крім виписки з реєстру власників іменних цінних паперів. Досить часто нотаріуси посвідчують правові угоди з цінними паперами, базуючись на виписках, вважаючи їх документами, які підтверджують право володіння цінними паперами. Але слід зазначити, що сама виписка з реєстру іменних цінних паперів є ненадійним свідченням наявності права власності. Адже сьогодні законодавство не забороняє зареєстрованій особі брати по кілька виписок з реєстру кожного дня, що є причиною багатьох зловживань з цінними паперами, які відбуваються з різних на те причин. Невирішеність проблеми виписок дозволяє шахраям продавати одні й ті самі іменні цінні папери одночасно кільком особам, пред'являючи всім виписку з реєстру.



З метою доповнення чинного законодавства України нормами, які дозволили б запобігти такого роду зловживанням, варто звернутися до законодавства розвинутих країн.

Так, наприклад, в деяких країнах на вимогу власника рахунку в цінних паперах особа, яка веде такий рахунок, видає йому, окремо за кожним різновидом цінних паперів, іменне депозитне свідоцтво. Зазначене свідоцтво містить:

- найменування, місцезнаходження та адресу особи, що видала свідоцтво, а також номер свідоцтва;
- кількість цінних паперів;
- різновид і код цінного папера;
- фірмове найменування, місцезнаходження та адресу емітента;
- номінальну вартість цінного папера;
- ім'я і прізвище або фірмове найменування і місцезнаходження, а також адресу власника рахунку в цінних паперах;
- інформацію про обмеження переказу цінних паперів або про накладені на них обтяження;
- дату і місце видачі свідоцтва;
- мету видачі свідоцтва і термін його дії.

Таке свідоцтво є підставою для здійснення різних юридичних дій із цінними паперами, які не реалізуються, або не можуть бути реалізовані виключно на підставі записів на рахунку цінних паперів, зокрема для участі в загальних зборах акціонерів.

У разі, якщо з використанням свідоцтва мають здійснюватися певні юридичні дії, пов'язані зі зміною прав власності на цінні папери, останні в кількості, зазначеній в свідоцтві, не можуть бути предметом обігу з моменту видання свідоцтва і до моменту втрати свідоцтвом його чинності або повернення такого свідоцтва особі, яка його видала.

Аналогічні положення доцільно було б включити й у вітчизняні нормативні документи щодо виписок з реєстру. Завдяки цьому кількість зловживань, пов'язаних із незаконним багаторазовим продажем одного і того самого пакета цінних паперів значно зменшилась. Адже особа, яка б одержувала виписку з реєстру, не мала б можливості отримати іншу виписку до моменту повернення попередньої виписки або моменту втрати її чинності.

Однією з важливих задач розвитку та удосконалення українського вторинного ринку цінних паперів є розробка відповідної нормативної правової бази, що регулює маржинальну торгівлю.

При впровадженні маржинальної торгівлі цінними паперами та розробці нормативних правових актів, пропонується розв'язати ряд змістовних задач. У якості основних з них можна виділити наступні:

- закріпити в українському законодавстві визначення маржинальної торгівлі;
- вирішити питання про нормативне визначення механізмів і процедур кредитування клієнтів брокерів коштами і цінними паперами;
- визначити перелік параметрів, що повинні встановлюватися регулятором ринку як нормативи, що регулюють маржинальну торгівлю, а також визначити їхні оптимальні значення;
- встановити механізми контролю і моніторингу за операціями, що здійснюються з маржею;
- визначити порядок відображення маржинальних операцій у внутрішньому обліку брокерів, а також порядок звітності брокерів, що здійснюють такі операції;
- визначити вимоги до складу і змісту внутрішніх документів професійних учасників, що здійснюють маржинальні операції, у тому числі до документів, що встановлюють заходи для мінімізації

- ризиків при проведенні маржинальної торгівлі, до договорів із клієнтами, до декларації про ризики, зв'язаних зі здійсненням операцій на ринку цінних паперів з використанням позикових коштів, і ін.;
- з метою ведення обліку і переходу прав власності на цінні папери, що знаходяться в забезпеченні, професійний учасник зобов'язаний відкрити в системі ведення депозитарного обліку маржинальний рахунок. Крім цього, професійний учасник зобов'язаний забезпечити точне і своєчасне відображення в системі внутрішнього обліку операцій з цінними паперами виникнення, зміну і припинення заборгованостей, що утворилися внаслідок маржинальних угод;
  - брокер, що надає послуги по маржинальній торгівлі, зобов'язаний мати не менш одного штатного працівника, у посадові обов'язки якого входять управління ризиками, що виникають при здійсненні маржинальної торгівлі, а також розрахунок маржі для кожного клієнта, контроль за відповідністю рівня маржі, складу і кількості цінних паперів і коштів, що знаходяться в забезпеченні, встановленим вимогам;
  - перелік цінних паперів, з якими можуть здійснюватися маржинальні угоди, повинний визначатися брокером відповідно до визначених критеріїв. Зазначені критерії повинні встановлюватися регулятором ринку;
  - у якості приблизних оціночних значень необхідного вихідного рівня маржі може розглядатися норматив, що дорівнює 50%, а норматив критичного рівня маржі – 30%.
  - рівень маржі, при досягненні якого професійний учасник повинний направляти клієнтові маржинальну вимогу, а також форма, порядок і терміни напрямку маржинальних вимог встановлюються Правилами

внутрішнього обліку операцій з цінними паперами, затвердженими професійним учасником, що здійснює маржинальну торгівлю.

Певною мірою на ситуацію на вторинному ринку цінних паперів впливає діяльність ДКЦПФР як основного органу, який одночасно з регулюванням розробляє і реалізує державну політику на ринку. Від ґрунтового та об'єктивного аналізу роботи, своєчасних та кваліфікованих дій Державної комісії сьогодні залежить, наскільки ефективно будуть розв'язуватись накопичені проблеми на ринку в майбутньому. Тому ДКЦПФР разом з іншими державними органами, що регулюють діяльність на вторинному ринку, повинні виконати поставлені перед ними завдання:

- при підготовці законодавчих актів і обговоренні проблемних питань, що стосуються концепції розвитку фондового ринку, основних питань щодо організації діяльності вторинного ринку цінних паперів, використовувати можливості спеціалізованих експертних рад, створюваних профільними комітетами Верховної Ради, для залучення до дискусії представників професійного співтовариства, саморегулювальних організацій і професійних об'єднань учасників ринку цінних паперів і наукової громадськості;
- з метою збереження єдності і цілісності, а також запобігання роздробленості вітчизняного вторинного ринку цінних паперів вжити заходів щодо зміцнення системи органів виконавчої влади при виконанні державних функцій, по підвищенню відповідальності за дотримання Конституції України, законів і інших нормативних правових актів і виконання своїх обов'язків;
- розробити заходи для захисту учасників вторинного ринку цінних паперів у частині запобігання маніпулюванню ринком, інсайдерської практики, нечесних торговельних практик і порушень етики відносин на ринку;
- передбачити заходи щодо широкого інформування населення про

міри, прийняті державними органами по захисту прав інвесторів і акціонерів;

- реалізувати заходи для підвищення привабливості торгівлі українськими цінними паперами з використанням вітчизняної ринкової інфраструктури;
- стимулювати створення разом із професійними учасниками ринку цінних паперів різних форм залучення приватних інвесторів на ринок цінних паперів, у тому числі за допомогою відкриття інвестиційних рахунків професійних учасників ринку цінних паперів, через створення спеціалізованих інфраструктурних інститутів, орієнтованих на обслуговування дрібних інвесторів – фондів центри, фондів магазини, банки із широкою філіальною мережею й ін;
- стимулювати розширення кола фінансових інструментів, що обертаються на ринку цінних паперів, у тому числі через випуск цінних паперів Національного банку України, емісійних іпотечних цінних паперів, деривативів і ін;
- ввести стратегічне планування державної політики на ринку цінних паперів шляхом розробки щорічних і перспективних програм розвитку ринку цінних паперів;
- вжити заходів по розвитку саморегульованих організацій на ринку цінних паперів, як частини загальної системи саморегулювання;
- з метою забезпечення прав суб'єктів фондового ринку і стимулювання стійкого інтересу з боку вітчизняних і іноземних інвесторів до діяльності на українському ринку оголосити про свою політику в частині законодавчого регулювання націоналізації.

Для запобігання шахрайства на вторинному фондовому ринку та посилення захисту учасників ринку, потрібно підвищити роль судових та правоохоронних органів. В зв'язку з цим доцільно:

- з метою удосконалення механізмів законодавчого і судового захисту приватної власності в Україні провести аналіз правозастосувальної практики і процесів перерозподілу, що протікають, і консолідації акціонерної й іншої власності і за результатами такого аналізу внести зміни в нормативні правові акти Кабінету Міністрів України, розробити і внести в Верховну Раду пропозиції по зміні цивільного, цивільно-процесуального, адміністративного і кримінального законодавства, спрямовані на запобігання порушень прав акціонерів і інвесторів, що виникають у результаті дій емітентів, великих акціонерів або професійних учасників ринку цінних паперів. В тому числі уточнити порядок накладення арешту на цінні папери шляхом внесення змін у законодавчі і нормативні правові акти;
- забезпечити реальну незалежність судових органів від органів виконавчої влади і від впливу сторін у судовому й арбітражному процесі (у тому числі фінансуванню судів у необхідному обсязі) через встановлення міри відповідальності суддів і діючої процедури їхнього відкликання при винесенні свідомо незаконних і необґрунтованих рішень і вироків, за факти тяганини і невиконання своїх обов'язків щодо притягнення до відповідальності порушників вторинного ринку цінних паперів;
- вжити заходів по підвищенню рівня забезпечення судів, правоохоронних і контролюючих органів державної влади в сфері ринку цінних паперів кадрами, матеріально-технічними ресурсами і підвищити вимогливість до них з метою виконання покладених на них функцій по правозастосуванню законодавства про цінні папери;
- розглянути питання щодо удосконалення системи судів загальної юрисдикції з метою створення спеціалізованих складів судів, що розглядають справи в сфері обігу цінних паперів, корпоративного управління і власності;

- доручити правоохоронним органам вивчити практику правозастосування в сфері володіння і розпорядження акціонерною й іншою формами власності і виробити ефективні заходи боротьби з порушеннями прав власників (включаючи державу) у процесі перерозподілу власності.

З огляду на гостроту проблем розвитку нормативної бази національного вторинного ринку цінних паперів, його значимості як однієї з основних умов розвитку як інвестиційного процесу, так і переходу до економічного росту, пропонується державним органам розробити та здійснити наступні заходи:

- здійснити кодифікацію і систематизацію нормативної правової бази ринку цінних паперів, скасувати недіючі і ті, що фактично втратили силу нормативні правові акти;
- розробити Кодекс корпоративного управління, що закріплює міжнародні стандарти і норми поведінки осіб, що займають керівні посади в органах управління господарчих товариств;
- сприяти розробці і впровадженню в ділову практику правил і систем управління ризиками комерційних банків і брокерсько-дилерських компаній, що запобігають виникненню конфліктів інтересів професійних учасників ринку цінних паперів і їхніх клієнтів, включаючи забезпечення конфіденційності інформації, заборони на її використання на шкоду інтересам клієнтів;
- розробити і внести зміни в акціонерне законодавство, спрямовані на посилення відповідальності посадових осіб (директорів) акціонерних товариств;
- сформувати надійну систему обліку прав власності на цінні папери, яка функціонує за єдиними стандартами, що відповідають міжнародним вимогам;
- оптимізувати систему звітності професійних учасників ринку цінних

паперів, виключивши дублювання і підвищивши її інформативність для цілей наступного аналізу і моніторингу.

Запропоновані заходи повинні сприяти підвищенню прозорості вторинного ринку цінних паперів України, що є необхідною вимогою з боку іноземних інвесторів. Але, лише за допомогою використання механізмів правого змісту проблему розвитку вторинного ринку цінних паперів у довгостроковому періоді навряд чи можливо вирішити. В умовах інформаційної непрозорості інвестиційні рішення супроводжуються значними ризиками, що призводить до значних втрат.

В даному напрямку, однією із дієвих пропозицій може бути створення системи індикаторів, які б характеризували поточний стан підприємства та його перспективи. Особливо важливу роль дані індикатори відіграють для портфельних інвесторів, що дає можливість останнім ранжувати складові портфелю за рівнем ризику.

### **3.2. Обґрунтування необхідності впровадження маржинальної торгівлі на вторинному ринку цінних паперів**

На сучасному вторинному ринку цінних паперів більшість угод укладається не обов'язково з повною оплатою власними коштами. Досить часто інвестори використовують позикові кошти. Такий вид угод називається "фондова купівля в кредит". Крім того, швидке поширення на вторинному ринку маржинальної торгівлі, супроводжується і стимулюється активним розвитком Інтернет-технологій.

Простота і швидкість обслуговування клієнтів через мережу в сполученні з "кредитним плечем" дають значний позитивний результат: обсяги здійснюваних транзакцій стрімко зростають, з'являється можливість зниження комісійних і збільшення числа інвесторів, у тому числі дрібних, підвищуються ліквідність і ефективність фондового ринку.



На сьогоднішній день, на національному фондовому ринку відсутнє поняття маржинальної торгівлі, як на законодавчому рівні, так і в теоретичному та практичному аспекті.

У даному підрозділі дисертаційної роботи, ми проаналізуємо, що ж таке маржинальна торгівля, які її перспективи і які проблеми таїть у собі застосування схем маржинальної торгівлі, і як за допомогою державного регулювання можна уникнути цих проблем у майбутньому.

Аналіз різноманітних джерел і практичного досвіду розвинутих ринків показує, що маржинальна торгівля являє собою один із способів підвищення ефективності операцій на ринку цінних паперів. Її зміст проявляється у використанні інвестором запозичених коштів, наданих брокером, для здійснення операцій по купівлі-продажу цінних паперів. Часто про маржинальну торгівлю говорять, як про операції, здійснюваної з “плечем”.

Використання “плеча” на вторинному ринку цінних паперів має визначену аналогію з таким загальноекономічним інструментом, як “фінансовий важіль”, і при сприятливих умовах дійсно збільшує прибутковість операцій по купівлі-продажу цінних паперів.

Маржинальна торгівля по своєму змісту може розглядатися як визначений “коефіцієнт підсилення” ефективності використання інвесторами наявних у них коштів при здійсненні ними операцій на фондовому ринку.

Необхідно зазначити, що торгівля з маржею може здійснюватися двома основними способами:

- перша – купівля з використанням маржі. Купівля цінних паперів на маржинальний рахунок, коли визначена частина оплачується коштами клієнта, а відсутня сума займається в брокерській компанії;
- друга – продаж “без покриття”, або “короткий” продаж. Клієнт займає цінні папери в брокерській компанії і продає їх зі свого

маржинального рахунка, потім погашає позику такими ж цінними паперами, придбаними при наступній угоді.

Грошові кошти і цінні папери зазвичай надаються під визначену ставку, яку встановлює компанія.

Показником стану маржинального рахунка є величина фактичної маржі (actual margin), що дорівнює відношенню власних коштів клієнта до забезпечення під запозичені кошти і виражена у відсотках.

Як показує закордонна практика, для того щоб при різких коливаннях курсу цінних паперів вартість забезпечення не виявилася нижче розміру запозичених коштів, вводяться нормативні рівні маржі:

- первісна маржа (initial margin) – вихідний рівень маржі, при якому припустиме здійснення операцій на маржинальному рахунку.
- критичний рівень маржі (maintenance margin) – мінімально припустимий рівень маржі, який повинний підтримувати клієнт на маржинальному рахунку. Якщо фактична маржа опускається нижче критичного рівня, то компанія висуває вимогу на збільшення маржі. Клієнт повинний довести або грошові кошти, або цінні папери, або продати частину цінних паперів зі свого рахунка. При невиконанні клієнтом вимоги, компанія примусово реалізує частину активів з маржинального рахунка клієнта для збільшення фактичної маржі.

Ми доходимо висновку, що маржинальна торгівля цінними паперами в Україні повинна стати ще одним етапом у розвитку вторинного ринку цінних паперів, тому що по-перше, багато великих і середніх інвестиційних компаній у світі пропонують цю послугу, а по-друге, з просуванням Інтернет-технологій на фондовому ринку і появою Інтернет-брокерів маржинальна торгівля стає доступною навіть для дуже дрібних клієнтів: при відкритті маржинального рахунка в деяких компаніях досить внести 100-150 дол., щоб почати здійснювати операції.

Тому, у порівнянні зі звичайним брокерським рахунком можна виділити наступні переваги маржинального рахунку:

- можливість купувати цінні папери з частковою оплатою;
- можливість використання “плеча” – покупка більшої кількості цінних паперів, чим дозволяли б кошти на рахунку;
- можливість виводу частини коштів з рахунку, якщо фактична маржа перевищує первісну.

Однак у маржинальній торгівлі є і свої недоліки (помітимо, не всі інвестиційні компанії попереджають про них потенційних клієнтів):

- використовуючи “плече”, можна одержати як прибуток, так і збиток, набагато більший, ніж чим торгівля була тільки на власні кошти;
- необхідність підтримки фактичної маржі вище критичної вимагає продажу частини активів, що веде до фіксації збитків по деяких угодах і витратам на комісійні;
- сума відсотків за запозичені кошти, а для фізичних осіб ще і сума нарахованого прибуткового податку за укладені угоди в силу особливого оподаткування операцій на фондовому ринку може також перевищити доходи по операціях.

Інвестиційні компанії за допомогою маржинальної торгівлі підсилюють свої конкурентні переваги: збільшення оборотів веде до можливості зниження комісійних для клієнтів; розмаїтість послуг плюс низькі комісійні залучають нових клієнтів.

Для фондового ринку в цілому і зокрема його складової, вторинного ринку, маржинальна торгівля сприяє підвищенню ліквідності й ефективності.

Говорячи про вплив маржинальної торгівлі на ліквідність українського вторинного ринку цінних паперів, насамперед відзначимо, що можливість використання важеля, а отже, одержання підвищеної прибутковості, залучить на ринок велику кількість нових клієнтів. Одна

справа вкладати кошти під можливу прибутковість у 40% річних, зовсім інше – під 80% або 120%.

Крім того, можливість використання важеля дозволить прийти на ринок великій кількості приватних інвесторів, власні засоби яких зазвичай менше стандартного лота на організованих площадках.

У західних країнах регулюванню маржинальної торгівлі надається велике значення, і цьому є закономірна відповідь. Припустимо, що регулювальний орган знижує рівень, обов'язкової для учасників ринку маржі, з 50 до 25%. Це означає, що клієнт брокерської компанії може купувати акцій не в два рази більше, ніж має власних коштів, а в чотири рази. Природно, така міра буде стимулювати активність покупок на вторинному ринку і ріст курсу акцій, а збільшення маржі, навпаки, придушувати активність ринку.

Таким чином, зміна величини маржі на розвинутому ринку стає діючим механізмом регулювання активності учасників ринку цінних паперів і впливає на вторинний ринок аналогічно зміні ставки по обов'язкових резервах у Національному банку України на грошову масу.

Наприклад, у США регулювання маржинальної торгівлі здійснюється на трьох рівнях:

- на рівні Федеральної резервної системи (ФРС);
- на рівні фондових бірж, де виконуються заявки на купівлю-продаж цінних паперів;
- на рівні брокерських компаній.

Федеральна резервна система США, що керує американською банківською системою, встановлює, яка частка вартості цінних паперів повинна оплачуватися за рахунок власних коштів інвестора. Збільшуючи або знижуючи цю частку (маржу), ФРС стимулює або придушує активність фондового ринку.

Більшість видів цінних паперів у США можна купувати в кредит, цією формою користуються для купівлі звичайних і привілейованих акцій, більшості видів облігацій, варрантів, товарних і фінансових ф'ючерсів і цінних паперів взаємних фондів. Для кожного виду паперів існують свої вимоги по мінімальній маржі. Так, для акцій, що котируються на біржі, – 50%, для корпоративних облігацій – 30%, для державних цінних паперів США – 8% і т.д. Однак це стосується тільки цінних паперів, що пройшли лістинг на біржах. Усі цінні папери позабіржового обороту вважаються тими, що не мають заставної вартості і тому не можуть бути об'єктами покупок у кредит. Фондові біржі, а також брокерські компанії можуть підвищити необхідний рівень зазначеного нормативу.

Для того щоб здійснити фондову покупку в кредит на американському ринку, необхідно відкрити рахунок покупок у кредит (margin account). Це обов'язково особливий (окремий) вид рахунка, що відкривається в конторі брокера, для укладання угод з частковою оплатою позиковими коштами незалежно від виду цінних паперів.

Для регулювання ризиків на цьому ринку крім встановлення мінімального рівня самої маржі активно використовується також підтримуваний внесок (maintenance margin), що застосовується для захисту кредитора. Він являє собою мінімальну суму власного капіталу, яку клієнти повинні зберігати на своїх рахунках постійно.

Коли сума власного капіталу стає недостатньою, брокер передає інвесторові вимогу додаткового забезпечення, що означає, що варто вжити заходів для зміни ситуації. Таким шляхом зникає необхідність покривати занадто великі втрати своїх клієнтів.

В даний час підтримуваний внесок по угодах з акціями в США встановлений на рівні 25% і майже не змінюється, хоча брокерські компанії часто завищують його з метою додаткового захисту.

Для державних цінних паперів офіційної норми підтримуваного внеску не існує. Є тільки норма, встановлювана самими брокерськими компаніями.

Коли власний капітал клієнта падає нижче встановленої норми, рахунок одержує статус незабезпеченого. З цього моменту всі угоди з цього рахунка заборонені. Інвесторові дається 72 години, щоб додати грошей на рахунок. Якщо цього не відбувається, брокер зобов'язаний продати визначену кількість цінних паперів клієнта, куплених у кредит до відновлення рівня підтримуваного внеску.

Доцільним би було б у даній дисертаційній роботі також відзначити специфіку технології маржинальної торгівлі.

Технологія торгівлі, найбільш часто асоційована зі спекулятивними операціями, – маржинальна з мультиплікативним ефектом використання ресурсів, що відволікаються. Навіть при тому, що маржинальна торгівля за рахунок “кредитного плеча” примножує ризик, вона як метод дозволяє вирішити багато проблем, зв'язаних з різного роду ризиками, таким чином, забезпечуючи учасникам з мінімальним рівнем стартового капіталу можливість оперувати ринковими обсягами і бути конкурентоздатними гравцями фінансового ринку.

Різні варіанти реалізації маржинальної торгівлі фактично відбивають постійний пошук компромісу, що дозволяє зробити цю технологію ефективною для всіх зацікавлених сторін.

Існують різні підходи до оцінки достатності маржинальних вимог.

Достатність маржинальних вимог складається в перевищенні даним базовим співвідношенням визначеного граничного значення. При цьому, як правило, розрізняють два типи достатності застави: перший – достатність для відкриття нової позиції і другий – достатність для підтримки відкритої позиції. Заставні вимоги при відкритті нової позиції вище, ніж для підтримки вже існуючої.

Практично усі відмінності в підходах до реалізації маржинальної торгівлі зводяться до широти інтерпретації чисельника і знаменника даного співвідношення. Тому необхідно розглянути їх докладніше.

#### 1. Єдина застава.

Очевидно, що головне призначення застави – покрити можливі збитки клієнта при проведенні операцій. Для цього застава повинна мати достатню ринкову вартість з погляду величини потенційних збитків і ліквідна для забезпечення брокерові оперативного покриття виникаючих збитків. Звідси випливає головна вимога до будь-якої системи забезпечення маржинальної торгівлі – оперативна і точна оцінка поточної ринкової вартості застави.

Деякі системи цим і обмежуються, реалізуючи спрощений підхід, іноді названий Stop-Loss-торгівлею. Єдиною умовою при такому варіанті реалізації є перевищення чисельником базового співвідношення мінімального значення застави, що встановлюється брокером.

При цьому найчастіше без уваги залишається кількісний і якісний склад заставного портфеля клієнта, виражений у поточній вартості портфеля, а також його сприйнятливість до коливань ринкових цін. Якщо розглядати в якості мети підтримку єдиної застави, що складається з різнорідних активів клієнта, то необхідно приділяти особливу увагу не тільки адекватній ринковій переоцінці застави, але і диференціювати складові застави по їхніх характеристиках.

Наприклад, практика російського фондового ринку показує, що особливо привабливим для клієнта є облік у якості складової єдиної застави не тільки коштів на маржинальному рахунку і поточної вартості активів портфеля, але також тимчасово вільних коштів на депозитних і навіть поточних рахунках.

Більш того, система обліку операцій повинна мати коефіцієнт обліку нереалізованого прибутку клієнта по відкритих позиціях, що є додатковим чинником контролю ризику.

Крім структури й адекватної переоцінки застави, вкрай важливим є облік впливу на динаміку зміни його ринкової вартості якісних характеристик складової застави. У цьому змісті важко переоцінити значення волатильності базових інструментів і таких параметрів, як Delta і Gamma.

Завершуючи розгляд оцінки застави, необхідно зупинитися на тимчасовому масштабі переоцінки. Деякі розходження в цьому плані існують для біржового і позабіржового ринків:

- при біржовій торгівлі користувач одержує з торговельної площадки як ціни поточних заявок, так і ціни реальних угод, що дозволяє йому при оцінці застави використовувати найбільш об'єктивні дані. У даному випадку найбільш раціональною представляється переоцінка застави при надходженні нових цін реальних угод;
- при позабіржовій торгівлі користувач одержує лише індикативні котирування ринку. Переоцінка портфеля при надходженні кожного нового котирування може привести до перевантаження системи контролю. В остаточному підсумку оптимальна частота переоцінки визначається волатильністю інструментів, що утворюють портфель. складності проблеми.

## 2. Сумарна відкрита позиція.

Іншою складовою базового співвідношення маржинальної торгівлі є величина сумарної відкритої позиції клієнта. Ризик одержання клієнтом збитків і власне розмір збитків прямо залежать від величини відкритої позиції.

У питанні оцінки величини відкритої позиції ключовим є визначення операцій, що підлягають взаємозалікові і методам його проведення.

Перш ніж виявити деякі особливості оцінки величини відкритої позиції, необхідно сказати кілька слів про властивості тих продуктів (мається на увазі фінансові продукти), що брокери надають своїм клієнтам



на умовах маржинальної торгівлі й автоматизованих систем, що підтримують функціонування таких продуктів.

Загальноприйнятою практикою є поділ операцій по секторах ринку (облігації, акції, деривативи й ін.) з веденням окремих маржинальних рахунків клієнта. Цією властивістю характеризуються так названі “вертикальні” системи або системи, що підтримують операції тільки з одним визначеним фінансовим інструментом (наприклад, з акціями).

З одного боку, це рятує брокера від багатьох проблем, зв'язаних з урахуванням взаємозв'язку між операціями на різних секторах ринку; з іншого боку – приводить до не найефективнішого використання коштів клієнта, що бажає працювати з різними видами фінансових інструментів одночасно. Наприклад, використання опціонних стратегій на ринку акцій у рамках системи, що не підтримує деривативи взагалі, неможливо.

Протилежністю “вертикальним” є “горизонтальні” системи, що підтримують самий широкий набір операцій з різними фінансовими інструментами. Таких систем на ринку, безумовно, набагато менше, ніж “вертикально” орієнтованих. Очевидно, що тільки в рамках таких систем можливе створення концепції “єдиної застави” або єдиного торговельного рахунка для всіх операцій на умовах надання “кредитного плеча”.

Як уже було відзначено, системи маржинальної торгівлі, що використовуються сьогодні на світових фондових ринках, мають в основному “вертикальну” структуру. Кожна з них здатна добре контролювати маржинальні вимоги на одному окремо взятому ринку.

Створення системи наскрізної обробки інформації в реальному часі й організація на її основі ефективної взаємодії внутрішньобанківських структур – це задача, яку неминуче прийдеться вирішувати при впровадженні будь-яких систем маржинальної торгівлі.

Реалізація маржинальної торгівлі на українському вторинному ринку буде утруднена також недостатньою організованістю останніх і повною

відсутністю законодавчої бази.

Так, часовий арбітраж передбачає можливість підтримки відкритої позиції клієнтом протягом тривалого часу. Якщо розглядати в цьому контексті біржовий ринок українських акцій, то абсолютно необхідний ринок операцій репо. По-справжньому ефективна маржинальна торгівля можлива сьогодні лише на ринку FOREX, де добре відпрацьовані питання неттингу і реально працює ринок операцій SWAP.

Отже, перш ніж приступати до реалізації комплексної маржинальної системи, банк або фінансова компанія повинні проробити технологію кредитування клієнта в тій або іншій формі. Своєрідність таких форм висуває додаткові вимоги до системи маржинальної торгівлі.

Маржинальна торгівля як комплексна послуга, що пропонується фінансовою організацією своїм клієнтам, тісно перетинається з багатьма ланками банківських технологій: фронт-офіс, мідл- і бек-офіси, управління ризиками.

Тому, якщо додати цій частині технології максимальний пріоритет, то при слабкій оснащеності інформаційними системами більшості українських банків можна так ускладнити процес укладання угоди з клієнтом за рахунок нескінченного обміну документами і підтвердженнями, що сама маржинальна торгівля втратить для клієнта всякий зміст.

На українському вторинному ринку ризики, зв'язані з введенням маржинальної торгівлі, особливо великі.

Основний ризик – це ризик законодавчий, і складається він у тім, що в Україні відсутня нормативна правова база, що регулює операції на ринку цінних паперів з використанням позикових коштів та не існує єдиної і однаково всім зрозумілої термінології по маржинальній торгівлі.

Ми вважаємо, що використання маржинальної торгівлі як особливого інструмента на українському вторинному ринку цінних паперів припустимо. Необхідною умовою цьому повинна стати абсолютна прозорість операцій,

здійснюваних з використанням маржі. Тільки у випадку чіткого регулювання, розглянутий інструмент може сприяти підвищенню ефективності операцій з цінними паперами.

Керуючись інтересами зниження ризиків, на національному вторинному ринку цінних паперів необхідно виконати наступні рекомендації:

1. Особливу увагу в розвитку нормативної бази маржинальної торгівлі необхідно приділити порядку представлення організаторами торгівлі даних про хід здійснення маржинальних угод у ДКЦПФР України, порядку використання регулятором ринку зазначеної інформації для оцінки ризиків, зв'язаних з маржинальними угодами, внутрішніх процедур обробки регулятором даних про маржинальні угоди, процедур прийняття рішень про застосування заходів адміністративного впливу до компаній, що порушують встановлені вимоги.

З метою забезпечення оперативного реагування на порушення встановлених правил здійснення маржинальних угод, необхідно надати організаторам торгівлі право застосовувати визначені заходи впливу у відношенні професійних учасників ринку цінних паперів, що допускають зазначені порушення (тимчасове призупинення участі в торгах і т.д.).

2. Необхідно ввести “маржинальний рахунок”, тобто рахунок, з якого будуть відбуватися всі маржинальні операції. Ведення маржинального рахунка дозволить відокремити грошові кошти, використовувані брокером для здійснення маржинальних угод. Це полегшить їхній облік для брокера, спростить контроль регулятора й організатора торгівлі за маржинальними угодами й в цілому буде сприяти підвищенню прозорості маржинальної торгівлі. Впровадження “маржинального рахунка” повинно здійснюватися поетапно з урахуванням ретельного вивчення теорії і практики використання даного інституту на розвинутих фондових ринках. При цьому на законодавчому рівні необхідно встановити “імунітет” маржинального

рахунка на кошти, що знаходяться на зазначених рахунках, від необґрунтованого стягнення по боргах брокера.

3. Врегулювати порядок депозитарного обліку маржинальних операцій, що передбачають надання цінних паперів з відстрочкою їхнього повернення. Рішення цього питання позитивно відіб'ється на забезпеченні прозорості коротких продажів, здійснюваних брокером в інтересах клієнта.

4. Розглянути питання поділу вимог до маржинальних угод, що укладаються протягом одного торговельного дня (тобто угодам, зобов'язання клієнта по яких погашаються протягом однієї торговельної сесії) і іншим маржинальним угодам, зобов'язання по яких залишаються непогашеними по закінченні торговельного дня. Можливість такого поділу обумовлена тим, що при здійсненні внутрішньоденних маржинальних операцій ринковий ризик обмежений максимально можливим коливанням ринкових цін паперів, що служать забезпеченням, протягом однієї торговельної сесії. Для зазначених операцій обмежений також і кредитний ризик.

5. Проробити питання введення так названого “гнучкого плеча”, рівень якого встановлюється в залежності від рівня надійності оператора ринку. В якості критеріїв надійності оператора ринку можуть виступати: величина власних коштів, значення фінансових показників (показників ліквідності, фінансової стійкості), здатність оператора ринку в реальному масштабі часу відслідковувати поточний рівень маржі по кожному клієнту, можливість оперативного здійснення розрахунків по погашенню зобов'язань клієнта перед оператором ринку й ін.

6. Необхідно розробити і впровадити єдину форму договорів, за допомогою яких маржинальні угоди повинні надалі оформлятися. Єдина форма договору необхідна для впорядкування процесу укладання і здійснення угод.

7. Ввести в нормативну правову базу регулювання маржинальної торгівлі додаткові заходи, спрямовані на захист прав і інтересів інвесторів, що користуються зазначеними послугами. Ці міри повинні виключити можливість включення професійними учасниками в договори на брокерське обслуговування положень, що не захищають права інвестора. Зокрема, це відноситься до встановлення права брокера жадати від клієнта довнесення коштів у будь-який момент часу при будь-якому рівні маржі, найчастіше навіть при відсутності технічної можливості виконання зазначеної вимоги.

### **3.3. Оптимізація системи управління ризиками при маржинальних операціях на вторинному фондовому ринку**

Застосування сучасних Інтернет-технологій і засобів автоматизації при обслуговуванні інвесторів на фондовому ринку дозволить українським брокерським компаніям істотно розширити коло клієнтів. Крім того, якісно поліпшується спектр додаткових послуг, важливе місце серед яких займає можливість проведення маржинальних операцій, особливо затребуваних у відсутності розвинутого вторинного ринку.

Не зовсім стабільний стан економіки України останніх років, практично не залишив на ринку стратегічних інвесторів. В даний час учасники фондового ринку, як правило, орієнтовані на одержання спекулятивного доходу і планують свої операції в межах короткострокової перспективи. Інфраструктура ж вторинного ринку, ще не встигнувши зміцніти, була практично цілком зруйнована фінансовою кризою кінця 90-х років.

У цих умовах майбутнє стрімке зростання популярності маржинальної торгівлі цілком закономірне. В той же час, однією із ключових проблем вторинного ринку цінних паперів, можна визнати, з однієї сторони тяжке фінансове становище брокерів/дилерів (незначні капітали, проблемні

активи, штучно створювана низька прибутковість, низька ліквідність і т.п.). З іншої сторони, брокерам/дилерам приходится працювати на одному із самих ризикованих ринків.

В зв'язку з цим, найважливіше значення набуває діяльність по управлінню ризиками, використання міжнародного досвіду, адаптованого до умов національного ринку.

Проведені дослідження у галузі маржинальної торгівлі цінними паперами в Україні показали, що даний процес на вторинному ринку повністю відсутній. Тому звертаємо свою увагу на деякі практичні аспекти діяльності російських брокерів, які здійснюють маржинальні угоди з цінними паперами.

Так, біля півтора року тому, “Гута-Банком” Росії була розроблена технологія проведення маржинальних операцій з використанням спеціального блоку маржинальної торгівлі, інтегрованого із системою Remote Trader.

Необхідно констатувати той факт, що програмний блок маржинальної торгівлі в складі системи Remote Trader цілком автоматизував проведення маржинальних операцій і забезпечив автоматичне укладання клієнтами маржинальних угод з цінними паперами і грошовими коштами в режимі он-лайн. У результаті клієнт одержав можливість здійснювати маржинальні операції без будь-яких телефонних дзвінків і врегулювань у режимі реального часу через Інтернет. При цьому на здійснення маржинальної операції потрібно той же час, що і на здійснення звичайної угоди через систему Remote Trader.

Перш ніж розглядати і оптимізувати систему управління ризиками при здійсненні маржинальних операцій, необхідно виділити основні елементи маржинальної торгівлі.

По-перше, з юридичної точки зору маржинальні операції в межах одного торговельного дня розглядаються як звичайні брокерські операції за

дорученням клієнта, здійснювані брокером на свої кошти з наступним, наприкінці торговельної сесії, відшкодуванням цих активів клієнтом.

По-друге, під поточною маржею необхідно розуміти відношення власних коштів клієнта до величини портфеля клієнта.

Отже, рівень маржі клієнта прийнято розраховувати по формулі:

$$M = ((P - Z) / P) \times 100\%, \quad (3.1)$$

де  $P$  – оцінна вартість поточного портфеля цінних паперів клієнта в торговельній системі (з обліком його грошової позиції);

$Z$  – оцінна вартість поточних зобов'язань клієнта перед брокером по угодах у торговельній системі та інших зобов'язаннях, що супроводжують таким угодам.

По-третє, як уже було відзначено раніше, нормативними показниками, обумовленими брокером, є рівень початкової маржі і критична маржа.

Початкова маржа визначається стандартним “кредитним плечем”, наданим клієнтові брокером у момент відкриття “довгої” або “короткої” позиції.

Отже, досягнення клієнтом рівня критичної маржі веде до часткового або повного закриття його спекулятивних позицій.

Кредитними активами виступають кошти (при покупці) і цінні папери (при продажі). Важливо відзначити, що папери клієнта, що знаходяться в заставі, не блокуються і клієнт може робити операції з будь-якими наявними в нього активами.

Необхідно зазначити, що у межах одного торговельного дня послуга маржинального кредитування для клієнтів повинна бути безкоштовною.

Крім того, клієнти мають можливість переносити свою маржинальну позицію на наступний день. Дана послуга забезпечується окремими операціями по переносу негативної позиції клієнта на наступну торговельну сесію, що оформляються спеціальними угодами репо, які складаються з

двох частин: дві зустрічні операції купівлі-продажу з однаковою ціною, проведені банком в якості брокера за дорученням клієнта на позабіржовому ринку з третьою компанією.

Спеціальні угоди репо носять технічний характер і дозволяють наприкінці торговельної сесії закрити негативні позиції клієнтів, а на початку наступної торговельної сесії відкрити їх знову.

Як показує практика, доходи від маржинальних операцій складають серйозну частку в структурі доходів від різних видів послуг банку, наданих клієнтам у рамках обслуговування на фондовому ринку. Для брокера важливо правильно визначити той рівень прийняттого ризику, що він може взяти на себе при проведенні операцій, спрямованих на одержання доходу.

У результаті проведеного аналізу виявлено та систематизовано основні ризики, які властиві операціям з цінними паперами при маржинальній торгівлі:

1. Ризик неправильного вибору торговельної площадки – спроба реалізувати фондові цінності на малоліквідній площадці може не увінчатися успіхом і приведе до збитків.

2. Ризик неправильного вибору цінних паперів – малоліквідні цінні папери можуть швидко знецінитися при різких коливаннях ринкових цін або взагалі перестати бути засобом обігу.

3. Ризик структури забезпечення – великий розмір забезпечення з одного цінного папера при спробі реалізувати забезпечення на ринку може привести до різкого падіння вартості цієї акції і її неліквідності.

4. Ризик неправильної оцінки нормативних рівнів маржі – завищене “плече” може привести до того, що при різких коливаннях ринку вартість цінних паперів може упасти настільки, що не покриє боргу клієнта.

5. Ціновий ризик – при внутрішньоденних маржинальних операціях брокером повинні бути створені умови, при яких весь ціновий ризик несе клієнт. Відповідно вибір нормативних рівнів маржі (початкова, критична)



визначається вимогою максимального обмеження цінового ризику для самого брокера, який як посередник, повинний завжди мати можливість закрити збиткові позиції клієнта без збитку для себе.

При переносі позиції клієнта на наступний день, через невизначеність цін наступної торговельної сесії брокер змушений брати на себе частину цінового ризику. Цей ризик фактично перетворюється для брокера в різновид кредитного ризику (у зв'язку з імовірністю того, що клієнт може відмовитися від своїх зобов'язань, якщо реальні втрати перевищать вартість його заставного забезпечення) і повинний бути компенсований додатковим доходом на користь брокера за рахунок клієнта.

6. Законодавчий ризик, оскільки маржинальна торгівля цінними паперами майже ніким не регулюється, то абсолютно все, що стосується цієї послуги, повинно бути чітко прописане у внутрішніх документах брокерських компаній, інакше висока імовірність виникнення конфліктів із клієнтами, що не сповільнить відбитися на репутації компанії (ризик репутації).

Проблему законодавчого ризику в умовах відсутності нормативних актів, що регулюють проведення маржинальних операцій, необхідно також вирішувати шляхом пропозиції клієнтам докладного регламенту проведення таких операцій, приєднання до якого може встановити стосунки між клієнтом і банком як відносини клієнта і брокера.

7. Операційний ризик – зростає ризик втрат при відсутності чітких інструкцій і процедур для всіх підрозділів компанії, що залучені у виконання, облік і обробку маржинальних операцій клієнтів. До такого ризику можна віднести: ризик технічних порушень в функціонуванні систем; ризик людських помилок; ризик порушення безпеки комп'ютерної та телекомунікаційної систем; ризик втрат в зв'язку з порушеннями в системі управління і внутрішнього контролю і т.п.

8. Бухгалтерський ризик – немає чітких правил відображення маржинальних операцій у фінансових документах, у результаті чого звітність є перекрученою і далекою від реального положення справ компанії.

Для фондового ринку в цілому, ризики полягають у тому, що в торгівлю цінними паперами привноситься кредитний ризик, ріст оборотів відбувається не за рахунок приходу нових грошей інвесторів на ринок, а за рахунок позикових коштів. Використовуючи маржинальне “плече”, клієнти можуть купувати більше цінних паперів, чим на власні кошти, у результаті таких покупок ціни й обсяги ростуть, також росте і вартість уже куплених цінних паперів у забезпеченні, що дозволяє клієнтові додатково зайняти в компанії гроші на нові покупки, і т.д.

Крім того потрібно систематизувати ліміти, що використовуються під час проведення маржинальних операцій, які групуються за різними критеріями:

1) по розміру активів, що використовуються при маржинальних угодах:

- ліміт коштів банку, що виділяються для проведення маржинальних угод;
- ліміт цінних паперів банку, які виділяються для проведення маржинальних угод (і той і інший ліміт – спосіб обмеження активів, що можуть бути як загублені брокером у випадку системної кризи – найгіршого варіанту розвитку подій на фондовому ринку, так і використані клієнтами для штучного падіння ринку у випадку масового закриття маржинальних позицій, обумовлених різними причинами);

2) за умовами проведення маржинальних угод:

- нормативні показники:

а) початковий рівень маржі – початкова маржа;

б) мінімальний рівень маржі;

в) мінімальний рівень маржі репо – критична маржа репо при переносі позиції на наступну торговельну сесію (у зв'язку з тим, що ціновий ризик переносу маржинальної позиції клієнтів оцінюється нами як більш високий, ніж внутрішньоденний, то необхідно ввести додатковий норматив – критична маржа репо, що має той же зміст, що і критична маржа у випадку внутрішньоденної торгівлі, більше неї по величині і застосовується в випадку переносу позиції клієнта на наступну торговельну сесію);

- обмеження для клієнта:

а) за списком цінних паперів, що приймаються у розрахунок забезпечення при проведенні маржинальних угод (список цінних паперів визначається показниками їхньої ринкової ліквідності і волатильності);

б) ліміт величини вартості активів, що пропонуються одному клієнтові для проведення маржинальних угод (даний ліміт введений у рамках системи персонального лімітування клієнтів і необхідний для регулювання маржинальної активності клієнтів, а також у випадку обмежених маржинальних активів брокера);

в) ліміт граничного можливого відхилення ціни маржинальної заявки від цін кращих пропозицій на покупку і продаж (введений для запобігання заморожування клієнтами маржинальних ресурсів брокера при виставленні маржинальної заявки клієнтом поза ринком, тобто заявки, що не виконується за межами даного ліміту, що може відбуватися в умовах безкоштовного проведення маржинальних операцій).

Підсумовуючи висвітлення питання, щодо використання лімітів, необхідно зазначити, що основними параметрами управління ціновими ризиками маржинальних операцій є нормативні показники.

Перш за все, потрібно сказати те, що волатильність цінних паперів, що знаходяться в забезпеченні, може сильно впливати на ризики при проведенні маржинальних операцій.

Тому ми пропонуємо оптимізувати систему управління ризиками при маржинальних операціях на основі однієї із складових, і розглянути наступну ситуацію.

Нехай клієнт використовує в якості забезпечення деяку акцію  $j$ . Допустимо, клієнт повністю використовує позикові кошти на покупку високоліквідної акції  $i$ , тобто відкриває так звану “довгу” позицію. Тоді при наданні клієнтові деякого початкового “плеча”  $K$ , падіння ціни заставного папера  $j$  викликає фактичне збільшення наданого брокером “плеча”.

Реальне маржинальне “плече” можна виразити таким співвідношенням:

$$1/[K/(1 - Z_j)], \quad (3.2)$$

де  $Z_j$  - падіння ціни заставної акції  $j$ , виражене в частках від одиниці.

З обліком співвідношення (3.2) і при повному використанні клієнтом наданих йому позикових коштів, портфель клієнта можна виразити як:

$$\Pi = 1 + [K/(1 - Z_j)], \quad (3.3)$$

В свою чергу, зобов'язання клієнта визначаються:

$$Z = K/(1 - Z_j) \quad (3.4)$$

З обліком виражень (3.3) і (3.4) і при падінні ціни куплених клієнтом акції  $i$  на величину  $Z_i$  формула маржі (3.1) буде мати наступний вигляд:

$$M = \{[1+K(1-Z_i)/(1-Z_j) - K/(1-Z_j)]/[1+K(1-Z_i)/(1-Z_j)]\} \times 100\% \quad (3.5)$$

При цьому, особливий інтерес при розрахунку ризиків переносу маржинальних позицій клієнта, представляє оцінка критичної зміни ринкових цін, при якому маржинальні зобов'язання клієнта цілком вичерпують вартість його заставного забезпечення (коли  $M = 0$ ).

Для цього необхідно ввести наступні позначення:

$$\beta = Z_j/Z_i, \quad (3.6)$$

Для випадку  $M = 0$  і з обліком позначення (3.7) вираження (3.6), дозволене відносно  $Z_i$ , прийме вид:

$$Z_i(\text{кр}) = 1/(\beta + K), \quad (3.7)$$

де  $Z_i(\text{кр})$  – критичне падіння ціни акції  $i$ , при якому  $M = 0$ .

Для різних значень наданого клієнтові початкового “плеча”  $K$  залежність  $Z_i(\text{кр})$  від  $\beta$  представлена на рисунку 3.1.

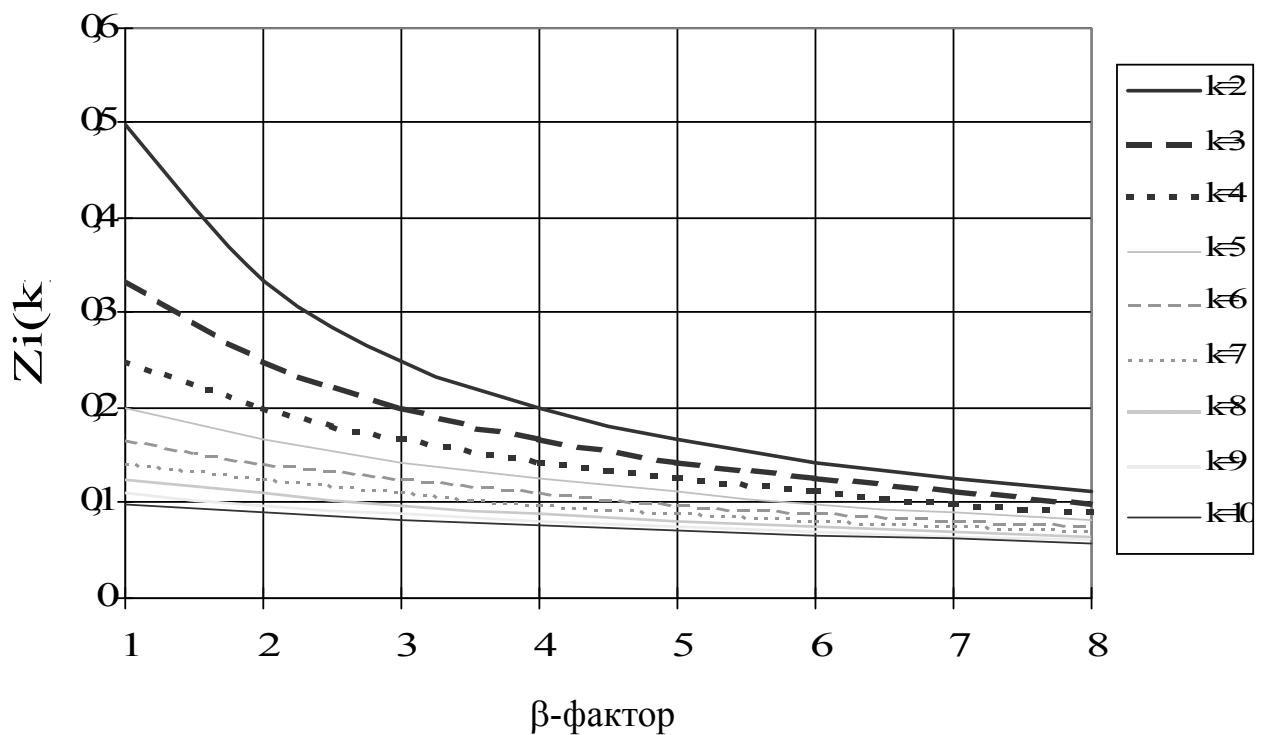


Рис. 3.1. Залежність  $Z_i(\text{кр})$  від  $\beta$ -фактора для різних значень маржинального “плеча”  $K$

Таким чином, як видно з рисунку 3.1, для  $K = 3$  та при очікуваному падінні ціни заставної акції  $j$ , у два рази перевищує очікуване падіння

ціни купленої акції і, критичне падіння цін на акцію і складе 20%. Якби клієнт, заклавши дану акцію, відкрив би “довгу” маржинальну позицію по тій же самій акції, показник критичного падіння цін на неї склав би при тому ж “плечі” 25%. Тобто в першому випадку падіння цін до критичних рівнів може відбутися швидше, ніж у другому.

Необхідно відзначити, що розрахунок  $\beta$ -фактора аналогічний розрахункові класичного коефіцієнта  $\beta$ . Однак для цілей кількісної оцінки ризиків маржинальної торгівлі більш доцільно розраховувати  $\beta$ -фактор по відношенню не до ринкового індексу, а до найбільш ліквідної акції підприємства після впорядкування цінових відхилень по їхньому убутанню (зростанню) у рамках деякого історичного періоду вибірки цін. Це означає, що при прогнозуванні ціни відкриття наступного дня ми виходимо з гіпотези погодженого, статистично пропорційного руху ринкових цін акцій різних емітентів.

Схожі чисельні значення можна одержати більш простим шляхом, порівнюючи гранично очікувані відхилення цін різних паперів стосовно базового. Для практичних розрахунків гранично очікуване відхилення ціни може бути отримане як сума середньоарифметичного відхилення ціни і потрійного значення стандартного відхилення в межах заданого періоду вибірки.

У випадку маржинального кредитування “коротких” позицій клієнтів вираження для критичного росту акцій, проданих клієнтом, при якому застава клієнта цілком піде на покриття його зобов'язань, матиме наступний вигляд:

$$Z_i(\text{кр}) = 1/K, \quad (3.8)$$

тобто кредитування “коротких” маржинальних позицій клієнтів менш критично, ніж кредитування “довгих” позицій клієнтів.

Особливо хотілося б звернути увагу на ризики, що не доступні для регулювання з боку брокера – це системні ризики фондового ринку і торговельних площадок. Одним з таких ризиків є ризик кризи ринку, спровокованого масовим закриттям маржинальних позицій клієнтів.

Щоб уникнути таких явищ, насамперед необхідний твердий контроль за співвідношенням обсягу власних коштів учасників вторинного ринку цінних паперів (коштів і цінних паперів) і загального обсягу маржинальних активів, що запропоновані брокерами своїм клієнтам для проведення маржинальних операцій на цьому ринку. Контроль за маржинальними активами необхідно проводити в розрізі обсягу коштів і обсягів окремих видів цінних паперів.

Крім того, необхідна організація ефективної системи мір, спрямованих на мінімізацію ризику кризи ліквідності окремих цінних паперів або усього фондового ринку в цілому в зв'язку з можливістю односпрямованого впливу на динаміку цін задіяних на ринку маржинальних активів.

Також має сенс порушувати питання про створення системи резервування коштів для лімітування можливих втрат брокером і системи страхування таких ризиків, можливо, за допомогою різних опціонних схем.

У підсумку, доцільно було б зазначити, що проблема управління ризиками при маржинальних операціях не може бути ефективно вирішена набором окремих заходів і послуг. Дана задача вирішується винятково впровадженням комплексної технології управління ризиками, що стосується всіх аспектів діяльності учасників вторинного ринку цінних паперів. В основі технології повинен лежати принцип, відповідно до якого жодне бізнес-рішення не може бути прийняте без усвідомлення ступеня ризику, адекватного прийнятому рішення.

Комплексне управління ризиками повинно бути невід'ємною частиною стратегічного й оперативного управління будь-якою компанією, що прагне стати лідером на ринку.

Ефективне функціонування системи управління ризиками вимагає дотримання сформульованих і належним чином систематизованих ряду принципів, що повинні бути закладені в ній на етапі її проектування і побудови:

- максимальне охоплення сукупності ризиків передбачає прагнення до найбільш повного охоплення можливих сфер виникнення ризиків, що дозволяє звести ступінь невизначеності до мінімуму;
- мінімізація впливу ризиків вимагає зусиль у напрямках мінімізації: спектра можливих ризиків і ступеня їхнього впливу на діяльність учасників ринку;
- адекватність реакції на ризики припускає можливість адекватної і швидкої реакції на всі зміни в сукупності ризиків;
- прийняття обґрунтованого ризику, тобто прийняття ризику, можливо лише в тому випадку, якщо він ідентифікований і оцінений, вироблений і впроваджений механізм його моніторингу.

Комплексна система управління ризиками не є єдиним способом, що виключає втрати як такі, однак вона дозволяє з визначеною часткою імовірності затверджувати, що вплив сукупності ризиків не приведе до втрат понад очікувані величини. Така система дозволить контролювати сукупність ризиків даного бізнесу і мінімізувати можливі втрати при несприятливому розвитку ситуації.

### Висновки до розділу 3

Пріоритетними напрямками державної політики є створення сучасної і досконалої законодавчої бази та правового середовища, здатного привернути увагу інвесторів та ефективно спрямовувати їхні капіталовкладення у вітчизняні цінні папери.



Питання розвитку вторинного фондового ринку не вирішити виключно адміністративними методами, проте і без них також не можна обійтися. Доцільно, проблему розглядати з точки зору інвесторів, інститутів інфраструктури фондового ринку, оподаткування операцій на ньому та основних інструментів і все це сконцентрувати на вторинному ринку цінних паперів.

Державним органам пропонується розробити та здійснити наступні заходи:

- здійснити кодифікацію і систематизацію нормативної правової бази ринку цінних паперів, скасувати недіючі і ті, що фактично втратили силу нормативні правові акти;
- розробити Кодекс корпоративного управління, що закріплює міжнародні стандарти і норми поведінки осіб, що займають керівні посади в органах управління господарчих товариств;
- сприяти розробці і впровадженню в ділову практику правил і систем управління ризиками комерційних банків і брокерсько-дилерських компаній, що запобігають виникненню конфліктів інтересів професійних учасників ринку цінних паперів і їхніх клієнтів, включаючи забезпечення конфіденційності інформації, заборони на її використання на шкоду інтересам клієнтів;
- розробити і внести зміни в акціонерне законодавство, спрямовані на посилення відповідальності посадових осіб (директорів) акціонерних товариств;
- сформувати надійну систему обліку прав власності на цінні папери, яка функціонує за єдиними стандартами, що відповідають міжнародним вимогам;
- оптимізувати систему звітності професійних учасників ринку цінних паперів, виключивши дублювання і підвищивши її інформативність для цілей наступного аналізу і моніторингу.

Запропоновані заходи повинні сприяти підвищенню прозорості вторинного ринку цінних паперів України, що є необхідною вимогою з боку іноземних інвесторів.

На сучасному вторинному ринку цінних паперів більшість угод укладається не обов'язково з повною оплатою власними коштами. Досить часто інвестори використовують позикові кошти. Такий вид угод називається “фондова купівля в кредит”. Швидке поширення на вторинному ринку маржинальної торгівлі, супроводжується і стимулюється активним розвитком Інтернет-технологій.

Аналіз різноманітних джерел і практичного досвіду розвинутих ринків показує, що маржинальна торгівля являє собою один із способів підвищення ефективності операцій на ринку цінних паперів. Її зміст проявляється у використанні інвестором запозичених коштів, наданих брокером, для здійснення операцій по купівлі-продажу цінних паперів. Часто про маржинальну торгівлю говорять, як про операції, здійснюваної з “плечем”.

Керуючись інтересами зниження ризиків при маржинальній торгівлі, на національному вторинному ринку цінних паперів, необхідно виконати наступні рекомендації:

1. Особливу увагу в розвитку нормативної бази маржинальної торгівлі необхідно приділити порядку представлення організаторами торгівлі даних про хід здійснення маржинальних угод у ДКЦПФР України, порядку використання регулятором ринку зазначеної інформації для оцінки ризиків, зв'язаних з маржинальними угодами, внутрішніх процедур обробки регулятором даних про маржинальні угоди, процедур прийняття рішень про застосування заходів адміністративного впливу до компаній, що порушують встановлені вимоги.

2. Введення “маржинального рахунка”, тобто рахунка, з якого будуть відбуватися всі маржинальні операції.

3. Необхідно врегулювати порядок депозитарного обліку маржинальних операцій, що передбачають надання цінних паперів з відстрочкою їхнього повернення.

4. Розглянути питання поділу вимог до маржинальних угод, що укладаються протягом одного торговельного і іншим маржинальним угодам, зобов'язання по яких залишаються непогашеними по закінченні торговельного дня.

5. Проробити питання введення “гнучкого плеча”, рівень якого встановлюється в залежності від рівня надійності оператора ринку.

6. Розробити і впровадити єдину форму договорів, за допомогою яких маржинальні угоди повинні надалі оформлятися.

7. Ввести в нормативну правову базу регулювання маржинальної торгівлі додаткові заходи, спрямовані на захист прав і інтересів інвесторів, що користуються зазначеними послугами.

Однією із ключових проблем вторинного ринку цінних паперів, можна визнати, з однієї сторони тяжке фінансове становище брокерів/дилерів, а з іншої – брокерам/дилерам приходится працювати на одному із самих ризикованих ринків.

В зв'язку з цим, важливе значення набуває діяльність по управлінню ризиками, використання міжнародного досвіду, адаптованого до умов національного ринку.

У результаті проведеного аналізу виявлено та систематизовано основні ризики, які властиві операціям з цінними паперами при маржинальній торгівлі: ризик неправильного вибору торговельної площадки, ризик неправильного вибору цінних паперів, ризик структури забезпечення, ризик неправильної оцінки нормативних рівнів маржі, ціновий ризик, законодавчий ризик, операційний ризик, бухгалтерський ризик.

Ефективне функціонування системи управління ризиками вимагає дотримання сформульованих і належним чином систематизованих ряду принципів, що повинні бути закладені в ній на етапі її проектування і побудови:

- максимальне охоплення сукупності ризиків передбачає прагнення до найбільш повного охоплення можливих сфер виникнення ризиків, що дозволяє звести ступінь невизначеності до мінімуму;
- мінімізація впливу ризиків вимагає зусиль у напрямках мінімізації: спектра можливих ризиків і ступеня їхнього впливу на діяльність учасників ринку;
- адекватність реакції на ризики припускає можливість адекватної і швидкої реакції на всі зміни в сукупності ризиків;
- прийняття обґрунтованого ризику, тобто прийняття ризику, можливо лише в тому випадку, якщо він ідентифікований і оцінений, вироблений і впроваджений механізм його моніторингу.

Комплексна система управління ризиками не є єдиним способом, що виключає втрати як такі, однак вона дозволяє з визначеною часткою імовірності затверджувати, що вплив сукупності ризиків не приведе до втрат понад очікувані величини. Така система дозволить контролювати сукупність ризиків даного бізнесу і мінімізувати можливі втрати при несприятливому розвитку ситуації.

Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться в розділі знайшли своє відображення в наступних публікаціях:

- Рекуненко І.І. Вторинний ринок акцій і питання обліку прав власності на них в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. – № 2. – С. 20-22;
- Рекуненко І.І. Вплив альтернативних торговельних систем на розвиток вторинного ринку цінних паперів в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2003. – № 1. – С. 39-43.

## ВИСНОВКИ

Успішне функціонування економіки в сучасних умовах неможливе без розвинутого та стійкого фондового ринку. Використання інструментів фондового ринку для залучення коштів є найефективнішим способом розв'язання цієї проблеми.

Проведене дисертаційне дослідження розвитку вторинного ринку цінних паперів дозволило зробити наступні висновки та сформувати відповідні пропозиції:

1. Аналіз стану розвитку вторинного ринку цінних паперів показав, що даний розвиток стримується рядом об'єктивних і суб'єктивних факторів, основними з яких є: нерозвиненість законодавчої бази, недостатньо чітко сформульовані правила функціонування ринку; неврегульованість питання присутності на національному фондовому ринку паперів нерезидентів і виходу українських емітентів і власників вітчизняних цінних паперів на міжнародні ринки капіталу; низька ліквідність фондових активів, що підтверджується відповідними рейтинговими оцінками міжнародних агентств, однією з причин якої є нерозвиненість інфраструктурного середовища; інформативна закритість частини учасників ринку і відсутність достовірної та необхідної інформації, що робить ринок фактично непрозорим; невідповідність рівня розкриття інформації міжнародним стандартам та низький рівень масових інвестиційних пропозицій – недовіра, неадекватне сприйняття, матеріальна і психологічна невідповідність населення до операцій на фондовому ринку.

2. Фондовий ринок України перетворився на ринок великих акціонерів, або стратегічних інвесторів, які користуються послугами торговців цінними паперами для акумуляції контрольних пакетів акцій, перекладаючи на плечі останніх функції, пов'язані зі скупкою акцій у дрібних акціонерів. Як свідчить практика, придбання стратегічним

інвестором контрольного пакета акцій певного акціонерного товариства призводить до того, що інші інвестори втрачають інтерес до цих акцій і таке підприємство надовго залишає ринок цінних паперів. Це відбувається через відсутність в Україні належної практики корпоративного управління, яка б обмежувала можливість контролюючих акціонерів зловживати своїми правами, вдаючись до вилучення прибутків підконтрольного товариства чи вимивання його активів.

3. Відсутність в Україні достатньої практики формування депозитарного обліку обумовлює необхідність концентрації інтелектуальних та фінансових зусиль у цьому напрямі. Це може стати запорукою недопущення помилок та підґрунтям для адаптації та інтеграції українського ринку цінних паперів у міжнародні ринки. Однак, доступ українських фахівців до найкращого практичного досвіду іноземних депозитарних систем є обмеженим, і застосування досвіду розвинених країн повинно враховувати правові норми України, що є необхідністю не тільки вивчення досвіду інших країн, а й адаптувати його до вітчизняних реалій.

4. Вдосконалення механізму реалізації прав власності на цінні папери, має ґрунтуватися на використанні бездокументарної форми випуску цінних паперів, що в свою чергу зменшить транзакційні витрати та збільшить кількість угод сприяючи покращанню ліквідності вторинного ринку цінних паперів. Закріплення досягнутих успіхів має базуватися на вдосконаленні інфраструктури фондового ринку, особливо у частині оптимізації функціональних обов'язків ринку. При цьому ключовим фактором успіху є визначення особливого статусу депозитарної системи при здійсненні угод купівлі-продажу цінних паперів. Основними характеристиками депозитарної системи за бездокументарної форми випуску цінних паперів має бути: створення єдиного Національного депозитарію із збільшенням повноважень щодо ведення реєстру власників цінних паперів; ведення рахунків та здійснення зберігання цінних паперів; проведення операцій

клірингу та розрахунків по угодам щодо цінних паперів. Здійснення всіх вище перерахованих видів діяльності депозитарію, повинно значно знизити вартість послуг щодо укладання угод та прискорити процедуру переходу права власності на цінні папери.

5. Доцільність одержання кредитного рейтингу українською компанією визначається відсутністю комплексної, достовірної інформації про емітентів і про стан ринку в цілому. Одержання емітентом кредитного рейтингу сприяє підвищенню його фінансової гнучкості, полегшуючи звертання до джерел коштів за межами традиційної банківської сфери. Рейтинги сприяють досягненню оптимальної вартості капіталу, оскільки дозволяють емітентові звернутися до ліквідного джерела коштів. Результатом цього стає зниження середньої вартості фінансування.

Для повноцінного застосування рейтингової системи потрібен розвиток інституту національних рейтингових агентств та вдосконалення оцінки визначення кредитного рейтингу.

Удосконалення оцінки кредитних рейтингів в Україні та використання розрахунків за запропонованими методами дозволить перш за все:

- збільшити кількість, частоту та обсяги угод на вторинному ринку цінних паперів;
- вирішити проблему інформаційної непрозорості;
- зменшити ризики від інвестування в активи підприємств;
- зменшити цінову асиметрію на ринку (тобто наблизити фактичну вартість активів до реальної);
- спростити порівняння кредитних ризиків на ринку боргових цінних паперів;
- сформувати адекватну репутацію на ринку з метою зниження вартості запозичення.

6. Існуючі проблеми у торгівлі на вторинному ринку цінних паперів, можна вирішити шляхом створенням нової технологічної інфраструктури,

яка повинна сповільнити відхід торговельної активності за кордон, дати можливості сотням тисяч користувачів Інтернет, що належать до середнього класу, працювати на українському фондовому ринку, послабити вихід грошей у спекуляцію валютою й іноземними фондовими цінностями, дати можливість роздрібному інвесторові користуватися послугами прозорих, публічних і визнаних торговельних систем.

Дана технологічна інфраструктура повинна в себе включати: системи Інтернет-брокерського обслуговування в ув'язуванні із системами Інтернет-банківського обслуговування роздрібних клієнтів; роздрібну мережу продажу продуктів електронної фінансової комерції; електронні комунікаційні мережі в якості комп'ютерних систем; альтернативні торговельні системи.

Трансформація організаційних процедур торгівлі цінними паперами на вторинному ринку у напрямку використання електронних торговельних систем, супроводжується вдосконаленням роботи ринку в цілому, а саме:

- електронна торгівля кардинально розширює доступ інвесторів до ринку цінних паперів: знімаються багато фізичних, вартісних, географічних і тимчасових обмежень;
- електронні системи мають величезний потенціал для досягнення більш високого ступеня інформаційної прозорості в порівнянні з традиційними площадками;
- розвиток нового способу здійснення угод з цінними паперами привело до зниження витрат, як явних, так і неявних;
- у системах електронної торгівлі ціни угод формуються винятково в результаті застосування визначеного алгоритму виконання наказів і ніяк не піддані впливові суб'єктивних факторів, що грають помітну роль у ціноутворенні на традиційних площадках;
- з ростом ліквідності збільшується глибина ринку, тобто його здатність здійснювати транзакції без помітного впливу на ціни.



7. З огляду на гостроту проблем розвитку нормативної бази національного вторинного ринку цінних паперів державним органам пропонується розробити та здійснити наступні заходи:

- здійснити кодифікацію і систематизацію нормативної правової бази ринку цінних паперів, скасувати недіючі і ті, що фактично втратили силу нормативні правові акти;
- розробити Кодекс корпоративного управління, що закріплює міжнародні стандарти і норми поведження осіб, що займають керівні посади в органах управління господарчих товариств;
- сприяти розробці і впровадженню в ділову практику правил і систем управління ризиками комерційних банків і брокерсько-дилерських компаній, що запобігають виникненню конфліктів інтересів професійних учасників ринку цінних паперів і їхніх клієнтів, включаючи забезпечення конфіденційності інформації, заборони на її використання на шкоду інтересам клієнтів;
- розробити і внести зміни в акціонерне законодавство, спрямовані на посилення відповідальності посадових осіб (директорів) акціонерних товариств;
- сформувати надійну систему обліку прав власності на цінні папери, яка функціонує за єдиними стандартами, що відповідають міжнародним вимогам;
- оптимізувати систему звітності професійних учасників ринку цінних паперів, виключивши дублювання і підвищивши її інформативність для цілей наступного аналізу і моніторингу.

8. Маржинальна торгівля являє собою один із способів підвищення ефективності операцій на ринку цінних паперів. Її зміст проявляється у використанні інвестором запозичених коштів, наданих брокером, для здійснення операцій по купівлі-продажу цінних паперів.

При впровадженні маржинальної торгівлі цінними паперами пропонується розв'язати ряд змістовних задач. У якості основних з них можна виділити наступні:

- закріпити в українському законодавстві визначення маржинальної торгівлі;
- вирішити питання про нормативне визначення механізмів і процедур кредитування клієнтів брокерів коштами і цінними паперами;
- визначити перелік параметрів, що повинні встановлюватися регулятором ринку як нормативи, що регулюють маржинальну торгівлю, а також визначити їхні оптимальні значення;
- встановити механізми контролю і моніторингу за операціями, що здійснюються з маржею;
- визначити порядок відображення маржинальних операцій у внутрішньому обліку брокерів, а також порядок звітності брокерів, що здійснюють такі операції;
- визначити вимоги до складу і змісту внутрішніх документів професійних учасників, що здійснюють маржинальні операції, у тому числі до документів, що встановлюють заходи для мінімізації ризиків при проведенні маржинальної торгівлі, до договорів із клієнтами, до декларації про ризики, зв'язаних зі здійсненням операцій на ринку цінних паперів з використанням позикових коштів, і ін.;
- з метою ведення обліку і переходу прав власності на цінні папери, що знаходяться в забезпеченні, професійний учасник зобов'язаний відкрити в системі ведення депозитарного обліку маржинальний рахунок;
- брокер, що надає послуги по маржинальній торгівлі, зобов'язаний мати не менш одного штатного працівника, у посадові обов'язки

якого входять управління ризиками, що виникають при здійсненні маржинальної торгівлі, а також розрахунок маржі для кожного клієнта, контроль за відповідністю рівня маржі, складу і кількості цінних паперів і коштів, що знаходяться в забезпеченні, встановленим вимогам;

- перелік цінних паперів, з якими можуть здійснюватися маржинальні угоди, повинний визначатися брокером відповідно до визначених критеріїв.

9. Ефективне функціонування системи управління ризиками вимагає дотримання сформульованих і належним чином систематизованих ряду принципів, що повинні бути закладені в ній на етапі її проектування і побудови:

- максимальне охоплення сукупності ризиків передбачає прагнення до найбільш повного охоплення можливих сфер виникнення ризиків, що дозволяє звести ступінь невизначеності до мінімуму;
- мінімізація впливу ризиків вимагає зусиль у напрямках мінімізації: спектра можливих ризиків і ступеня їхнього впливу на діяльність учасників ринку;
- адекватність реакції на ризики припускає можливість адекватної і швидкої реакції на всі зміни в сукупності ризиків;
- прийняття обґрунтованого ризику, тобто прийняття ризику, можливо лише в тому випадку, якщо він ідентифікований і оцінений, вироблений і впроваджений механізм його моніторингу.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абрамов А.Е. Развитие технологии размещения и обращения государственных ценных бумаг (из опыта американского финансового рынка) // Расчеты и операционная работа в коммерческом банке. – 2001. – № 9. – С. 73-79.
2. Адекенов Т.М. Банки и фондовый рынок: Анализ. Практика. Эволюция. – М.: Ось-89, 1997. – 160 с.
3. Аксьонова О.О. Інформаційне забезпечення як основа продуктивного функціонування фондового ринку // Фінанси України. – 2000. – № 8. – С. 138-144.
4. Андрущенко І.Г. Проблеми організації та перспективи розвитку державного контролю вітчизняного фондового ринку // Актуальні проблеми економіки. – 2002. – № 1. – С. 11-14.
5. Антонюк Ю. Ефективність діяльності організаторів торгівлі цінними паперами // Цінні папери України. – 2001. – № 37. – С. 14-16.
6. Арифджанова А. Маржинальная торговля на российском фондовом рынке // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 19. – С. 19-21.
7. Архієреєв С.І., Зінченко Я.В. Фондовый рынок Украины: стратегия скорочення трансакційних витрат // Регіональні перспективи. – 2001. – № 4. – С. 67-69.
8. Ассоциация центральных депозитариев Центральной и Восточной Европы позитивно оценила желание Украины присоединиться к организации // Финансовые рынки и ценные бумаги. – 2002. – № 9. – С. 24-25.
9. Баринов В.Т. Муниципальные облигации. Выпуск и размещение: Практическое пособие. – М.: РДЛ, 1997. – 160 с.
10. Безвербная Т. Основные события и тренды украинского фондового рынка в 2000 году // Фондовый рынок. – 2001. – № 4. – С. 10-16.

11. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебное пособие. – М.: ИНФРА–М, 2000. – 270 с.
12. Беседин В., Рудченко А., Омелянчик Н. Приватизационные процессы в Украине // Финансовая консультация. – 2000. – № 21-24. – С. 22-29.
13. Белозорова Л.С., Калиниченко Н.М. Шляхи розвитку фондового ринку // Фінанси України. – 2001. – № 12. – С. 106-112.
14. Биржевая деятельность: Учебник / Под ред. Проф. А.Г. Грязновой, проф. Р.В. Корнеевой, проф. В.А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 240 с.
15. Білошапка В. Депозитарна діяльність // Цінні папери України. – 2001. – № 46. – С. 8-9.
16. Білошапка В. Розвиток біржової торгівлі в Європі: Україні варто прислухатися // Цінні папери України. – 2002. – № 5. – С. 12.
17. Блага Н.В. Державне регулювання фондового ринку // Фінанси України. – 2002. – № 7. – С. 89-94.
18. Борисенко З.М. Вимоги антимонопольного законодавства до учасників ринку цінних паперів. – К., 1999. – 60 с.
19. Варламенко Ю.А. Информационные технологии на рынке ценных бумаг // Корпоративные системы. – 1999. – № 3. – С. 19-24.
20. Волик І.М. Деякі аспекти стану реєстраторської діяльності в Сумському регіоні // Вісник Української академії банківської справи. – 1999. – № 2. – С. 48-51.
21. Галактионов В. Перспективы развития рынка электронных финансовых услуг в России // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 21. – С. 76-78.
22. Галасюк В., Кабаченко Д., Бобир О. Розрахунок показників фінансового стану торговців цінними паперами // Цінні папери України. – 2001. – № 1. – С. 12-13.

23. Галасюк В., Кабаченко Д., Бобир О. Розрахунок показників фінансового стану торговців цінними паперами // Цінні папери України. – 2001. – № 2. – С. 10-11.
24. Ганієв А. Саморегулівні організації на фондовому ринку // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2002. – № 1. – С. 73-83.
25. Герасименко О.Н. Совершенствование фондового рынка Украины как фактор экономического роста // Проблемы формування і розвитку фінансово-кредитної системи України: Збірник наукових статей. – Х.: Штрих, 2002. – 274 с.
26. Глущенко С.В. Становлення вторинного ринку корпоративних цінних паперів в Україні // Наукові праці НДФІ. К., 1999. – С. 65-75.
27. Глущенко С.В., Коверзнев А.М. Системи обліку прав на фондовому ринку // Фінанси України. – 2003. – № 4. – С. 125-130.
28. Гончар М.С. Фондовый рынок і економічний ріст: Монографія. – К.: Обереги, 2001. – 826 с.
29. Гостюк В. Юридичні аспекти обігу цінних паперів // Цінні папери України. – 1999. – № 29. – С. 4-5.
30. Грачева М. Электронная торговля ценными бумагами и перспективы банковской системы // Рынок ценных бумаг. – 2003. – № 4. – С. 55-61.
31. Гуалтиери Д. «Альфа-директ» – Интернет-трейдинг в реальном времени // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 21. – С. 88-91.
32. Дараган Т. Правові аспекти діяльності торговців цінними паперами // Цінні папери України. – 2001. – № 7. – С. 6-7.
33. Дегтярева О.И., Кандинская О.И. Биржевое дело: Учебник. – М.: Банки и биржи; ЮНИТИ, 1997. – 503 с.
34. Делягин М. Современные политические факторы развития фондового рынка // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 12. – С. 10-14.

35. Доронин И.Г. Мировые фондовые рынки // Деньги и кредит. – 2002. – № 9. – С. 58-65.
36. Доронин И.Г. Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние // Деньги и кредит. – 2002. – № 8. – С. 49-58.
37. Дребот Н.П. Фондовый ринок як фактор фінансового забезпечення інвестиційних процесів на промислових підприємствах // Вісник Української академії банківської справи. – 1999. – № 2. – С. 45-48.
38. Дуглас Л.Г. Анализ рисков операций с облигациями на рынке ценных бумаг: англ. – М.: Информ.-издат. дом "Филинь", 1998. – 448 с.
39. Елисеев Е. Торговля NON STOP. Тонкости биржевого дела // Маркетолог. – 2000. – № 7. – С. 19-24.
40. Єріна А.М., Ващев С.С. Статистичні аспекти визначення рейтингів // Статистика України. – 2000. – № 4. – С. 74-79.
41. Жернаков В. Програма розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки // Цінні папери України. – 2000. – № 52. – С. 7-25.
42. Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки: Учебное пособие. – М.: Банки и биржи; ЮНИТИ, 1995. – 224 с.
43. Загальні засади функціонування національного депозитарію України: Затверджено Наказом Президента України від 22 червня 1999 р. № 703/99 // <http://www.ssmsc.gov.ua>
44. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л. Цінні папери. Фондовый ринок: Термінологічний словник. – Львів: БаК, 2000. – 168 с.
45. Звіт державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2001 рік // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2002. – № 5.
46. Иоффе Д. Проблемы и перспективы развития маргинальной торговли // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 19. – С. 22-25.

47. Іванов Є.В. Контрольно-правова діяльність на фондовому ринку України // Формування ринкових відносин в Україні. – 2003. – № 5. – С. 39-44.
48. Іванов Є.В. Роль фондового ринку у формуванні акціонерного сектора України // Формування ринкових відносин в Україні. – 2003. – № 1. – С. 24-30.
49. Кадошук І., Савельєв С. Интернет-трейдинг и его безопасность // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 21. – С. 105-109.
50. Калина А.В., Корнеев В.В., Кошечев А.А. Рынок ценных бумаг (теория и практика): Учеб. Пособие. – К.: МАУП, 1997. – 216 с.
51. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Практикум по российскому рынку ценных бумаг: Учебное пособие. – М.: БЕК, 1997. – 784 с.
52. Кіріченко М., Шапран В. Перспективи розвитку ринку державних цінних паперів в Україні // Фондовий ринок. – 2001. – № 4. – С. 6-10.
53. Ковалев М.С. Развитие фондового рынка Украины // Проблемы і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць: Т.6. – Суми: Мрія ЛТД, 2002. – 306 с.
54. Колесова И.В., Мартемьянов А.И., Нечесин В.Г. Фондовый рынок и депозитарная система Украины: Учебное пособие. – Севастополь: СевГТУ, 2000. – 100 с.
55. Колодєзєв В., Ходаківська В.П. Оцінка стану розвитку ринку цінних паперів в Україні // Науковий вісник. – 1999. – № 3. – С. 113-126.
56. Кондрашихін А. Інвестиційні ризики українського ринку цінних паперів // Банківська справа. – 2003. – № 2. – С. 62-71.
57. Корнеєв В.В, Глущенко С.В. Цінні папери в системі фінансового ринку: Фінансовий ринок та ринок цінних паперів. Операції з цінними паперами: [Інформ.-довід. посібник]. – К.: НДФІ, 1999. – 68 с.
58. Корнеєв В.В. Інвестиційна спорідненість приватизації і фондового ринку // Фінанси України. – 2002. – № 4. – С. 73-80.



59. Корнєєв В.В. Становление фондового рынка Украины: рамки институционального анализа // Финансовая консультация. – 2000. – № 49. – С. 5-8.
60. Косик С. Становлення ринку цінних паперів в Україні // Економіка. Фінанси. Право. – 2002. – № 3. – С. 32-33.
61. Костіна Н.І., Марахов К.С. Проблеми формування фондового ринку в Україні // Фінанси України. – 2000. – № 2. – С. 30-37.
62. Костіна Т.В. Рынок ценных бумаг Украины: иллюзия или реальность // Фондовый рынок. – 1999. – № 40. – С. 6-10.
63. Костюк О.М., Рекуненко І.І., Іванов С.В. Злиття та поглинання як елемент корпоративної фінансової стратегії // Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Вид-во Сумського державного університету. – 2000. – № 4. – С. 251-256.
64. Кузнєцова Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – 528 с.
65. Кучеренко В. Позабіржова фондова торговельна система // Вісник НБУ. – 1997. – № 10. – С. 36-43.
66. Ладиженський М.Г. Нові тенденції на світовому фондовому ринку // Фінанси України. – 2000. – № 7. – С. 139-147.
67. Литвиненко Т.М. Економічна культура фондового ринку - запорука успішного реформування економіки // Фінанси України. – 2000. – № 2. – С. 50-54.
68. Литтл Дж.Б., Роудс Л. Как пройти на Уолл-стрит: англ. – М.: Олимп-Бизнес, 1998. – 368 с.
69. Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів: Затверджено Наказом Державного комітету з питань регуляторної політики та підприємництва та рішенням Державної

комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14 березня 2001р.  
№ 49/60 // <http://www.ssmc.gov.ua>

70. Лялин В.А., Воробьев П.В. Ценные бумаги и фондовая биржа. – М.: Филинь, 1998. – 232 с.
71. Макогон О., Соколова І., Чечель Є. Діяльність торговців на ринку цінних паперів // Цінні папери України. – 2001. – № 20. – С. 16-17.
72. Макогон О., Соколова І., Чечель Є. Регіональний аспект у діяльності торговців. // Цінні папери України. – 2001. – № 15. – С. 10-11.
73. Марахов К.С. Структурні зміни на фондовому ринку України // Банківська справа. – 2000. – № 3. – С. 21-24.
74. Маслова С.О., Опалов О.А. Фінансовий ринок: Навчальний посібник: Навчальне видання. – 2-ге вид., випр. – К.: Каравела, 2003. – 344 с.
75. Махмудов А. Проблемы развития фондового рынка Украины // Фондовый рынок. – 1999. – № 8. – С. 2-5.
76. Махмудов А.Г. Некоторые уроки развития фондового рынка Украины в конце XX века // Фондовый рынок. – 2000. – № 18. – С. 6-9.
77. Мельник В.А. Ринок цінних паперів. Довідник керівника підприємства. Спеціальний випуск. – К.: А.Л.Д.; ВІРА-Р, 1998. – 560 с.
78. Мельничук М., Юрчук Г. Інтернет-трейдинг та особливості організації інтернет-послуг на фондових і валютних ринках // Вісник Національного банку України. – 2002. – № 8. – С. 2-9.
79. Мендрул О.Г., Павленко І.А. Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. Посібник. Вид. 2-ге, допов. та перероб. – К.: КНЕУ, 2000. – 156 с.
80. Милейко Я., Поплюйко А. Кредитні рейтинги // Цінні папери України. – 2001. – № 20. – С. 9-10.
81. Миркин Я. Как изменять технологическую инфраструктуру фондового рынка? // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 21. – С. 47-50.

82. Миркин Я. Управление рисками брокеров/дилеров // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 23. – С. 35-40.
83. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. – М.: Перспектива, 1995. – 532 с.
84. Михайлов В.С., Крехівський О.В. Статистичні оцінки інвестиційної привабливості підприємств і організацій окремих регіонів, форм власності та галузей економіки України // Статистика України. – 2000. – № 3. – С. 18-26.
85. Мозговий О. Стан і проблеми розвитку фондового ринку України // Ринок цінних паперів України. – 1998. – № 3. – С. 3-13.
86. Мозговий О.М. Фондовый рынок: Навчально-методичний посібник: Навчальне видання. – К.: КНЕУ, 2001. – 96 с.
87. Мозговой О.Н. Проблемы фондового рынка // Фондовый рынок. – 1997. – № 34. – С. 14-16.
88. Набока О. Деятельность банка на фондовом рынке (Резервы повышения эффективности) // Бизнес-информ. – 1999. – № 12. – С.142-144.
89. Назарчук М. Єдина біржова фондова система України: принципи побудови та етапи створення // Цінні папери України. – 2001. – № 1. – С. 10-11.
90. Назарчук М., Червова Л.Г. Об особенностях развития фондового рынка Украины // Економіка. Фінанси. Право. – 2002. – № 5. – С. 25-29.
91. Найман Э.-Л. Малая Энциклопедия Трейдера. – К.: ВИРА-Р; Альфа Капитал, 1999. – 236 с.
92. Ненада О. Пруденційний нагляд на фондовому ринку України: мета, завдання, перспективи розвитку // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2002. – № 9. – С. 41-47.

93. Норми та правила обліку цінних паперів у національній депозитарній системі: Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 13 квітня 2000 р. № 40 // <http://www.ssmc.gov.ua>
94. Оскольський В.В. До цивілізованого ринку цінних паперів. Українська фондова біржа в контексті ринкових перетворень. – К.: УФБ, 1999. – 153 с.
95. Оскольський В.В. Українська фондова біржа: працюємо на економіку // Фінанси України. – 2000. – № 2. – С. 46-50.
96. Плешаков А. Проблемы и перспективы маржинальной торговли на российском рынке ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 22. – С. 72-75.
97. Положення про депозитарну діяльність: Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26 травня 1998 р. № 61 // <http://www.ssmc.gov.ua>
98. Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів: Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26 травня 1998 р. № 60 // <http://www.ssmc.gov.ua>
99. Положення про порядок навчання та атестації фахівців з питань фондового ринку: Затверджено Наказом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 24 вересня 1996 р. № 215 // <http://www.ssmc.gov.ua>
100. Положення про розрахунково-клірингову діяльність: Затверджено рішенням державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 27 січня 1998 р. № 11-а // <http://www.ssmc.gov.ua>
101. Положення про сертифікацію осіб, що здійснюють професійну діяльність з цінними паперами в Україні: Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 29 липня 1998 р. № 93 // <http://www.ssmc.gov.ua>

102. Порядок видачі дозволу депозитаріям цінних паперів на здійснення професійної депозитарної діяльності: Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 8 травня 1998 р. № 59 // <http://www.ssmc.gov.ua>
103. Порядок видачі дозволу комерційним банкам на здійснення професійної депозитарної діяльності зберігача: Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 8 травня 1998 р. № 57 // <http://www.ssmc.gov.ua>
104. Порядок видачі дозволу на здійснення діяльності щодо ведення реєстру власників іменних цінних паперів: Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23 червня 1998 р. № 79 // <http://www.ssmc.gov.ua>
105. Порядок видачі дозволу на здійснення професійної розрахунково-клірингової діяльності за операціями щодо цінних паперів: Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 27 квітня 1999 р. № 92 // <http://www.ssmc.gov.ua>
106. Порядок видачі дозволу торговцям цінними паперами на здійснення професійної депозитарної діяльності зберігача: Затверджено рішенням державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 8 травня 1998 р. № 58 // <http://www.ssmc.gov.ua>
107. Порядок встановлення кореспондентських відносин між національним депозитарієм України та іноземними депозитарними установами для забезпечення продажу пакетів акцій, що належать державі, у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках: Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 10 листопада 1999 р. № 237 // <http://www.ssmc.gov.ua>
108. Правила здійснення торговцями цінними паперами комерційної та комісійної діяльності по цінних паперах: Затверджено Наказом

- Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 23 грудня 1996 року № 331 // <http://www.ssmc.gov.ua>
109. Про внесення змін та доповнень до рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 28.12.2000 № 245 “Про здійснення кодифікації (нумерації) цінних паперів”: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 3 червня 2001 р. № 91 // <http://www.ssmc.gov.ua>
  110. Про господарські товариства: Закон України від 19 вересня 1991 р. № 1576-XII // <http://www.ssmc.gov.ua>
  111. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-вр. // <http://www.ssmc.gov.ua>
  112. Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Наказ Президента України від 12 червня 1995 року № 446/95 // <http://www.ssmc.gov.ua>
  113. Про забезпечення укладення угод з купівлі-продажу цінних паперів лише на організаційно оформленому ринку для подальшого забезпечення прозорості фондового ринку, підвищення ролі організаційно оформленого ринку цінних паперів та збільшення надходжень до державного бюджету: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 31 липня 1998 р. № 100-1 // <http://www.ssmc.gov.ua>
  114. Про затвердження нової редакції положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22 січня 1998 р. № 19 // <http://www.ssmc.gov.ua>
  115. Про звітування торговцями цінними паперами про укладені ними угоди з купівлі-продажу цінних паперів перед фондовими біржами: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 31 липня 1998 р. № 100 // <http://www.ssmc.gov.ua>

116. Про здійснення державного контролю за діяльністю фондових бірж, депозитаріїв та торговельно-інформаційних систем з метою забезпечення державного контролю за діяльністю фондових бірж, депозитаріїв та торговельно-інформаційних систем: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 06 липня 1999 р. № 140 // <http://www.ssmc.gov.ua>
117. Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України: Постанова Верховної Ради України від 22 вересня 1995 року № 342/95 // <http://www.ssmc.gov.ua>
118. Про ліцензування певних видів господарської діяльності: Закон України від 1 червня 2000 року № 1775-III. // <http://www.ssmc.gov.ua>
119. Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні: Закон України від 10 грудня 1997 р. № 710/97-вр. // <http://www.ssmc.gov.ua>
120. Про цінні папери та фондову біржу: Закон України від 18 червня 1991 р. № 201-XII // <http://www.ssmc.gov.ua>
121. Ревтюх В.В., Шафран В.С. Фондовий ринок України: аналіз сучасного стану та перспектив розвитку в порівнянні із світовими тенденціями // Фондовий ринок. – 2001. – № 2. – С. 7-9.
122. Рекуненко І.І. “Road show” як перспективний напрямок розвитку ринку цінних паперів в Україні // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць Т. 8. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД: Ініціатива, 2003. – С. 178-184.
123. Рекуненко І.І. Вплив альтернативних торговельних систем на розвиток вторинного ринку цінних паперів в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2003. – № 1. – С. 39-43.
124. Рекуненко І.І. Вторинний ринок акцій і питання обліку прав власності на них в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. – № 2. – С. 20-22.

125. Рекуненко І.І. Злиття та аквізиції як елемент менеджменту ринкової вартості корпорації // Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – № 2. – С. 41-43.
126. Рекуненко І.І. Покращення ефективності діяльності банківської системи на основі злиття та поглинань // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць Т. 4. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД: Ініціатива, 2000. – С. 233-237.
127. Рекуненко І.І. Становлення та розвиток ринку українських єврооблігацій // Вісник Української академії банківської справи. – 2002. – № 1. – С. 50-52.
128. Рекуненко І.І., Костюк О.М. Розвиток транснаціональних корпорацій – запорука процвітання економіки країни // Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Вид-во Сумського державного університету. – 1999. – № 3. – С. 247-249.
129. Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків: Навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 2000. – 240 с.
130. Рубцов Б. Мировые фондовые рынки // Мировая экономика и международные отношения. – 2001. – № 8. – С. 35-47.
131. Румянцев С. Біржовий ринок у 2000 році // Цінні папери України. – 2001. – № 5. – С. 5.
132. Румянцев С. Біржовий ринок у 2001 році // Цінні папери України. – 2002. – № 4. – С. 7-8.
133. Румянцев С. Організатори торгівлі як учасники корпоративних відносин // Цінні папери України. – 2001. – № 22. – С. 8.
134. Румянцев С. Перспективи біржової приватизації // Цінні папери України. – 2001. – № 15. – С. 16.
135. Румянцев С. Перший крок до Інтернет-трейдингу цінними паперами // Цінні папери України. – 2002. – № 13. – С. 13.



136. Румянцев С. Проблеми створення центрального депозитарію // Цінні папери України. – 2000. – № 41. – С. 5.
137. Румянцев С. Розбудова Національної депозитарної системи // Цінні папери України. – 2002. – № 9. – С. 8-9.
138. Румянцев С. Створення єдиного депозитарію: проблеми та шляхи їх вирішення // Цінні папери України. – 2001. – № 30. – С.11.
139. Румянцев С. Торговці цінними паперами в системі корпоративних відносин // Цінні папери України. – 2001. – № 14. – С. 24.
140. Румянцев С. Шляхи корекції Національної депозитарної системи // Цінні папери України. – 2000. – № 51. – С. 12.
141. Румянцев С. Шляхи розвитку депозитарних систем: світові тенденції // Цінні папери України. – 2000. – № 44. – С. 16.
142. Рынок ценных бумаг: Учебник/ Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. М.: Финансы и статистика, 1998. – 352 с.
143. Савуляк І.М. Ринок цінних паперів в Україні // Формування ринкових відносин в Україні. – 2003. – № 6. – С. 31-35.
144. Савченко А., Бендерський Ю., Надточій В. Проблеми функціонування та інформаційної підтримки фондового ринку України // Вісник НБУ. – 1998. – № 5. – С. 17-19.
145. Саліхова О. Кредитні рейтинги відкривають нові перспективи // Цінні папери України. – 2002. – № 14. – С. 12-13.
146. Саліхова О. Кредитні рейтинги відкривають нові перспективи // Цінні папери України. – 2002. – № 15. – С. 8-9.
147. Сизов Ю. Стратегический подход к регулированию рынка ценных бумаг // Вопросы экономики. – 2001. – № 11. – С. 51-69.
148. Сіржук Р. Шляхи розвитку депозитарної системи // Цінні папери України. – 2000. – № 40. – С. 5.
149. Словник фондового ринку. / Автори-укладачі: Головка А.Т., Кобзар В.Ф., Науменко О.О. та інші. – К., 1999. – 288 с.

150. Соколова І., Чечель Є. Територіальний розподіл та обсяги угод, виконаних торговцями цінними паперами // Цінні папери України. – 2001. – № 2. – С. 8-9.
151. Соломатин Е. Альтернативные торговые системы – в поисках наилучшей ECN // Рынок ценных бумаг. – 1999. – № 24. – С. 35-38.
152. Соломатин Е. Альтернативные торговые системы. Устрани посредника // Рынок ценных бумаг. – 1999. – № 23. – С. 59-62.
153. Соломатин Е. Новые технологии электронной торговли // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 1. – С. 3-5.
154. Сорос Дж. Алхимия финансов. - М.: ИНФРА-М, 1996. - 416 с.
155. Сохацька О.М. Зарубіжні біржові ринки // Фінанси України. – 2000. – № 4. – С. 59-67.
156. Сохацька О.М., Дениско О.М. Біржова справа: Навчальний посібник. – К.: АТ “Тріада Плюс”, 1994. – 188 с.
157. Стандарт депозитарного обліку № 1. Загальні засади здійснення депозитарного обліку. Балансові рахунки депозитарного обліку: Затверджено рішенням Правління Національного депозитарію України від 25.10.2000 № 25/1 // <http://www.ssmc.gov.ua>
158. Табала О. Фондовий ринок: проблеми становлення та шляхи їх вирішення // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2002. – № 7. – С. 9-17.
159. Тарачев В. Новые законы – новые технологии // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 21. – С. 72-74.
160. Телегей О. Міжнародний досвід організації депозитарної системи // Цінні папери України. – 2001. – № 38. – С. 18-19.
161. Тимчасове положення про вимоги до розрахункового банку: Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 10 вересня 1999 р. № 178 // <http://www.ssmc.gov.ua>

162. Томлянович С. Учетная инфраструктура фондового рынка на фоне Интернета // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 21. – С. 92-94.
163. Тремасов К. Интернет-трейдинг: перспективы развития // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 21. – С. 84-85.
164. Третьяков В.В. Фондовый рынок в 2000 году: тенденции и перспективы // Банковское дело. – 2001. – № 1. – С. 5-10.
165. Тур Б.М. Проблемы становления отечественного фондового рынка и его финансовая безопасность // Финансовая консультация. – 2001. – № 15. – С. 48-51.
166. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. – 6-е изд.: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 648 с.
167. Фактор Г.Л., Провкин И.Ю. Российский рынок ценных бумаг: проблемы и возможные решения // Расчеты и операционная работа в коммерческом банке. – 2001. – № 1. – С. 78-84.
168. Фондовый ринок України. Навчальний посібник/ Керівник авт. кол. В.В. Оскольський. – К.: Українська фондова біржа – вид-во “Скарбниця”, 1994.- 512 с.
169. Франчик Є. Електронний обіг цінних паперів в Україні // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2002. – № 3. – С. 55-59.
170. Ценные бумаги: Учебник / Под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 416 с.
171. Циганов С.А. Особливості функціонування комерційних банків на ринку цінних паперів // Фінанси України. – 2000. – № 6. – С. 122-126.
172. Циганов С.А., Костан Д.М. Удосконалення діяльності комерційних банків на фондовому ринку в країнах із перехідною економікою // Вісник Української академії банківської справи. – 2002. – № 1. – С. 59-63.

173. Цхведиани В.В. Ближайшие перспективы фондового рынка Украины // Фондовый рынок. – 2000. – № 5. – С. 2.
174. Цхведиани В.В. Интернет и финансовый рынок // Фондовый рынок. – 1999. – № 42. – С. 14-15.
175. Цхведиани В.В. Фондовый рынок и Интернет в Украине // Фондовый рынок. – 2000. – № 3. – С. 34-36.
176. Чалдаева Л.А. К вопросу об определении понятия "фондовая биржа" // Финансовый бизнес. – 2002. – № 1. – С. 16-20.
177. Червова Л.Г., Беликова О.Ю. Фондовый рынок в условиях трансформации экономики // Финансы Украины. – 2001. – № 7. – С. 129-135.
178. Шаповал Ю.И., Константинов О. Сучасні технології роботи комерційних банків на ринку корпоративних цінних паперів України // Вісник Національного банку України. – 2001. – № 1. – С. 32-38.
179. Шапран В., Шапран Н. Украинский фондовый рынок: интеграция продолжается // Рынок ценных бумаг. – 2003. – № 11. – С. 18-21.
180. Шапран В.С. Модель (структура) ринку корпоративних цінних паперів та його інфраструктура // Фондовый рынок. – 2002. – № 15. – С. 18-26.
181. Шапран В.С. Ринок цінних паперів в Україні: функціональні особливості розвитку // Фондовый рынок. – 2002. – № 11. – С. 13-18.
182. Шапран Н., Шапран В. Реформи системи обігу цінних паперів у Японії: чи можна вдосконалити бездоганне? // Цінні папери України. – 2000. – № 45. – С. 17.
183. Шаров О. Тенденції розвитку європейського фондового ринку // Вісник Національного банку України. – 2001. – № 10. – С. 38-43.
184. Швецов М. Національна депозитарна система: проблеми створення та шляхи їх вирішення // Цінні папери України. – 2000. – № 43. – С. 4-7.
185. Швецов Н.П., Шаповал Ю.И., Буша Ю.А., Константинов А.А. Депозитарная деятельность на фондовом рынке. – К.: Вісник фондового ринку, 1998. – 225 с.

186. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: Навч. Посіб. – К.: Знання-Прес, 2002. – 535 с.
187. Шешеловский М., Захаров А. Система управления рисками при маржинальных операциях на фондовом рынке // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 2. – С. 71-74.
188. Эллинский Е., Китов И., Корженков М. Интернет-трейдинг на российском финансовом рынке. Опыт внедрения и перспективы развития // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 21. – С. 80-82.
189. Яковлев С. Организация электронной торговли: международные тенденции и российский опыт // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 8. – С. 67-70.
190. Cohen K.J., Majer S.F., Schwartz R.A., Whitcomb D.K. The Microstructure of Securities Markets. - N.-J.: Prentice Hall, 1986.
191. David S. Kidwell, Richard L. Peterson, David W. Blackwell. Financial institutions, markets, and money. – Washington: The Dryden Press, 1997.
192. Deutsche Borse AG. Frankfurt Stock Exchange Statistics, 1995. - Frankfurt: Deutsche Borse AG, 1996.
193. Frederic S. Mishkin. Financial Markets and Institutions. – New York: Am Imprint of Addison Wesley Longman, Inc., 1999.
194. IOSCO. Transparency on Secondary Markets. - Toronto: IOSCO, 1992.
195. NASD Annual Report. - Washington: NASD, 1993-1995. 3ECD. Arrangements for the Regulation and Supervision of Securities Markets in OECD Countries. Financial Market Trends, 1988.
196. Pardy R. Institutional Reform in Emerging Securities Markets. Financial Policy and Systems. Working Paper №907. - Washington: WB, 1992.